房地产高级法律顾问丛书

REAL ESTATE SENIOR COUNSELOR SERIES

房地产开发企业并购法律业务指南

主　编：郑学重
副主编：吴绍豪

FANGDICHANKAIFAQIYEBINGGOUFALUYEWUZHINAN

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

VISIT…

LANZAROTE
Caliente.com

本系列丛书涵盖了房地产领域的各个方面，邀请了在房地产法律实务工作第一线的资深法官、律师、政府官员等专家参与写作，不仅详尽地阐述了各项法律政策制度的理解与应用，而且对实务中很多疑难问题给予了专业的分析与对策，并附有大量真实的典型案例及评析，帮您化解风险、解决难题！

房地产高级法律顾问丛书：

1、房地产开发法律适用与疑难释解
2、建设工程施工合同法律适用与疑难释解
3、商品房买卖法律适用与疑难释解
4、建设用地使用权法律适用与疑难释解
5、征地补偿法律适用与疑难释解
6、农村土地法律适用与疑难释解
7、物业管理纠纷审判实务与典型案例释疑
8、美国房地产投资信托制度与运用
9、房地产物权常见问题专家解答
10、房屋买卖与登记常见问题专家解答
■ 11、房地产开发企业并购法律业务指南

上架建议 房地产·法律实务

ISBN 978-7-5093-0956-8



定价：39.00元

房地产高级法律顾问丛书

REAL ESTATE SENIOR COUNSELOR SERIES

房地产开发企业并购法律业务指南

FANGDICHANKAIFAQIYEBINGGOUFALVYEWUZHINAN

主　编：郑学重
副主编：吴绍豪
参编及撰稿人员：
（以姓氏笔划为序）
王婷婷　邢乐锋　宋　苹
张　鑫　邱鹏飞　郑学重
谢建峰

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目（CIP）数据

房地产开发企业并购法律业务指南/郑学重主编．—北京：中国法制出版社，2009.2

（房地产高级法律顾问丛书）

ISBN 978-7-5093-0956-8

Ⅰ.房…　Ⅱ.郑…　Ⅲ.房地产业-企业合并-企业法-中国-指南　Ⅳ.D922.291.92-62

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第000667号

策划编辑　罗莱娜　　　责任编辑　朱丹颖　　　封面设计　王志平

房地产开发企业并购法律业务指南

FANGDICHAN KAIFA QIYE BINGGOU FALU YEWU ZHINAN

主编/郑学重

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/880×1230毫米 32　　　印张/10.5　字数/251千

版次/2009年8月第1版　　　2009年8月第1次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-0956-8　　　定价：39.00元

北京西单横二条2号　邮政编码100031　　　传真：66031119

网址：http：//www.zgfzs.com　　　**编辑部电话：66067369**

市场营销部电话：66033393　　　**邮购部电话：66033288**

前　　言

到底会有多少房地产开发企业会在这次席卷全球的金融危机寒潮中消失？2008年4月，独立经济学家谢国忠称至少会有一半的中国地产企业将倒闭或被收购；[①] 2008年11月，SOHO中国董事长潘石屹称多家开发商难过年关或将出现地产企业倒闭潮。[②] 房地产开发行业，这个曾经风光无限的GDP“发动机”，在这一危机时刻却被人诟病为经济“毒药”！危机，总是危险和机遇并存。就像严寒过后必有暖春，风雨过后会有彩虹，当整个房地产开发市场加速滑向谷底之时，新一轮的市场大洗牌、大反弹亦正在酝酿，新一场房地产开发市场群雄逐鹿的大戏亦必将随之上演。

笔者的家乡浙江温州龙港是一个渔港。在冬季休渔期，辛勤的渔民从来都是“退而结网”，而不是在屋檐下晒太阳。因为，春天总会到来，要为出海早做准备，才不至于“百舸争流”时“临渊羡鱼”。本书正是为“退而结网”写的一本书！这是在冬天里为春天而写的书，在“见龙在田”时为“飞龙在天”而写的书。有志于在新一轮房地产业大显身手者，可以从中获得有益启示！

本书作为笔者房地产系列论著中的第三册，着重为各类型房地产开发企业在即将到来的收购、兼并浪潮中维护自身权益提供法律适用上的指导。一个好的收购兼并案应该是双赢的。无论是收购方，还是被收购方，各方利益主体如何应对才能最大限度地维护自身权益？从法律角度

① “专家称至少一半中国地产商将倒闭或被收购”，载“网易房产”，http://house.163.com/news/080403/185923-1.shtml.

② “潘石屹称多家开发商难过‘年关’，SOHO伺机收购”，载“中国网”，http://www.china.com.cn/economic/txt/2008-11/10/content_16737313.htm.

来为房地产开发企业提供权益保护的意见和建议，正是本书写作的目的所在。

本书围绕着房地产开发企业并购问题展开，论述翔实，体系完整。全书共分七章，从房地产开发企业并购的概述、房地产开发企业并购重组的流程、房地产开发企业并购过程中涉及到的主要相关法律制度（产权制度、法律文件规范、税收制度、企业反并购）等角度和层面，不仅在理论上提供严谨论证，更从实务上详述并购流程，并且对可能遇到的问题提出解决对策。在本书第七章，还特别就并购涉及的其他相关法律问题，如并购与反垄断问题、并购与员工安置问题、并购与债权人的保护等衍生问题做了进一步的分析和论述。

以实务操作为核心，全面介绍房地产开发企业并购与重组的流程、法律适用、问题对策等，条理清晰，覆盖面广且重点突出，这是本书的鲜明特色。鉴于房地产开发企业并购的理论和实践还在不断的发展中，亦由于笔者水平有限，本书仍会存在诸多的谬误和不足，诚请广大读者批评指正。

郑学重

2009年5月



法律指引
发展房产

周瑞金
二〇〇九年一月

周瑞金，全国新闻界首批评定的高级编辑，历任《解放日报》记者、编辑、评论部主任、副总编辑、党委书记兼副总编辑，《人民日报》副总编辑兼华东分社社长。中国社会科学院研究生院博士生导师，曾受聘于复旦大学新闻学院、北京广播学院和上海科技大学新闻与人文科学系兼职教授。1992年获国务院表彰为有突出贡献的专家学者，享受政府特殊津贴。

主编简介

郑学重，1967年生，浙江温州人。复旦大学法律硕士，上海乔柏律师事务所主任。

郑学重律师自1990年执业以来，先后担任大量诉讼和非诉讼案件的代理人，核心业务领域为房地产公司法律业务。曾编著房地产方面书籍包括《最新房地产合同精解》、《最新房地产企业全程法律指导》等。

副主编简介

吴绍豪，1967年生，浙江温州人。温州师范学院中文系文学士、澳大利亚堪培拉大学教育领导学硕士；现任上海瑞尔集团董事长。

吴绍豪先生投身房产实业以来，相继开发了上海电子商城、盐城瑞尔国际公馆、紫薇广场等著名楼盘。其开发的上海电子商城项目正成为继北京中关村、深圳华强北之后国内最具影响力的电子产品集散中心。

乔柏律师事务所房地产部简介

上海乔柏律师事务所是一家以房地产、公司法务、知识产权及涉外法律事务为核心业务的综合性律师事务所。乔柏律师以服务工商企业为特色，同时为社会各界提供专业、优质、高效的法律服务。

房地产部现有律师和律师助理十余名。乔柏房地产专业人员均具有深厚的法学功底和执业背景；精通房地产理论和国内、国际法律规范及最新动态；拥有丰富的实践经验和专业技巧及敏锐的洞察判断力；紧跟社会发展和技术革命的步伐；秉承精益求精、全心投入的精神，力争把每件业务都办成经典案例。

目　录

第一章　房地产开发企业并购概述 …………………………………… 1
第一节　企业并购的基本概述 …………………………………… 1
一、兼并和收购 …………………………………… 1
二、各国企业并购的历史沿革及对我国企业并购的启示 ………… 6
三、我国房地产企业并购的现状和特点 …………………… 13
第二节　企业并购的动因分析 …………………………………… 15
一、资本集中理论 …………………………………… 15
二、交易费用理论 …………………………………… 17
三、降低成本、低风险扩张理论 …………………………… 19
四、市场控制理论 …………………………………… 20
五、代理成本理论 …………………………………… 22
六、规模经济理论 …………………………………… 25
七、价值低估理论 …………………………………… 27
八、价值创造和价值转移理论 …………………………… 28
九、中国企业并购的特殊动因 …………………………… 29
第三节　企业并购的基本类型 …………………………………… 31
一、企业合并、股权收购和资产收购 …………………… 31
二、横向并购、纵向并购和混合并购 …………………… 35
三、善意并购和敌意并购 …………………………………… 39
四、协议并购和要约并购 …………………………………… 41
五、现金支付型并购、换股型并购、资产置换型并购和债权、债务承担 …………………………………… 43

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com

六、杠杆并购和非杠杆并购 …… 47
七、间接并购和直接并购 …… 48
第四节 企业并购的作用 …… 50
一、有利于迅速扩大企业规模，提高企业的核心竞争力和影响力 …… 50
二、有利于被并购企业摆脱困境，改善亏损状态甚至获得收益 …… 56
三、有利于实现资源的优化配置 …… 59
四、对于调整产业结构具有积极的推动作用 …… 59
第二章 房地产开发企业并购重组流程 …… 62
第一节 企业并购的一般流程 …… 62
一、西方国家房地产企业并购的一般流程 …… 62
二、我国房地产开发企业并购的一般流程 …… 69
第二节 尽职调查—可行性研究 …… 78
一、尽职调查概述 …… 78
二、尽职调查贯穿于并购始终 …… 81
三、律师对目标公司的尽职调查 …… 83
四、注册会计师对目标公司的尽职调查 …… 90
第三节 并购重组方案的制定 …… 91
一、我国房地产开发企业并购活动中企业面临的风险 …… 91
二、收购方案的内容 …… 93
第四节 并购评价 …… 104
一、并购评价的基本原则 …… 104
二、并购前的评价 …… 106
三、并购后的评价 …… 117
第五节 并购后的管理—重组 …… 121
一、战略管理重组 …… 122
二、人力资源重组 …… 126

三、企业文化重组 …… 131
四、财务资产重组 …… 132
五、实务操作注意点 …… 143
第三章　房地产开发企业并购与产权法律制度 …… 145
第一节　房地产企业产权的界定 …… 145
一、房地产企业产权的内涵和外延 …… 145
二、房地产企业产权制度存在的问题 …… 148
三、房地产开发企业产权的界定 …… 151
四、房地产开发企业并购对产权界定的影响和作用 …… 159
五、产权界定对房地产开发企业并购的意义和作用 …… 160
第二节　房地产开发企业产权的转让 …… 161
一、房地产开发企业产权转让的动因分析 …… 161
二、房地产开发企业产权转让的原则 …… 164
三、房地产开发企业产权转让的法律依据 …… 165
四、房地产开发企业产权转让的流程 …… 169
五、房地产开发企业产权转让中存在的问题 …… 171
六、完善企业产权转让交易制度，为房地产开发企业并购护航 …… 172
第四章　房地产开发企业并购法律文书制度 …… 174
第一节　公司合并有关法律文件 …… 174
一、公司合并的法律程序 …… 174
二、公司合并提交的法律文件 …… 176
三、合并合同的框架 …… 177
第二节　公司收购中的有关法律文件 …… 179
一、房地产企业收购的有关概念 …… 179
二、公司收购中涉及的法律文件 …… 183
三、资产收购合同的框架 …… 185
四、股权转让合同基本条款 …… 189

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com

五、收购合同中应注意的特别条款 …… 196
第三节 并购过程中应该注意的法律问题 …… 198
一、资产不实的风险 …… 198
二、财务陷阱的法律风险 …… 199
三、税务风险 …… 199
四、反垄断法的风险 …… 200
五、融资的法律风险 …… 200
六、劳动合同的风险 …… 201
第五章 房地产开发企业并购的税收问题 …… 202
第一节 房地产开发企业并购税收问题分析 …… 202
一、税收影响并购行为的理论分析 …… 202
二、企业并购税收制度的比较研究 …… 203
第二节 房地产开发企业并购税收实务操作 …… 209
一、选择并购目标企业环节的税收问题 …… 209
二、并购过程具体环节中存在的税收问题 …… 211
三、并购中的税收优惠问题 …… 216
第三节 房地产开发企业并购相关税收政策 …… 219
一、企业并购的税收基本原则 …… 219
二、企业并购中的相关税收法律政策 …… 221
第六章 房地产开发企业之反并购 …… 225
第一节 反并购的理论分析 …… 225
一、反并购的动因 …… 227
二、反并购行为的评价 …… 228
三、反并购的决定权模式 …… 230
四、降落伞条款（parachute clause） …… 234
第二节 反并购的策略手段 …… 237
一、事前防御 …… 237
二、事中对抗 …… 250

三、反收购方案的分析 …… 271
第三节　反并购的法律手段 …… 278
第七章　与房地产开发企业并购有关的其他法律问题 …… 283
第一节　企业并购与反垄断问题 …… 284
一、垄断概述 …… 284
二、企业并购所引发的垄断问题 …… 286
三、各国对企业并购的反垄断规制 …… 288
四、对企业并购进行反垄断规制的除外情形 …… 293
第二节　企业并购中的无形资产问题 …… 295
一、无形资产概述 …… 296
二、企业并购中无形资产的评估和处置问题 …… 298
第三节　企业并购与员工问题 …… 302
一、员工安置问题 …… 303
二、员工流失问题 …… 306
第四节　企业并购和中小股东合法权益的保护问题 …… 309
一、企业并购中对中小股东权益予以保护的重要性和必要性分析 …… 309
二、中小股东权益保护的基本制度 …… 312
第五节　企业并购与金融债权的保护问题 …… 320
一、企业并购中存在的损害债权人利益的表现 …… 320
二、原因分析——债权人处于弱势地位 …… 321
三、对企业并购中债权人利益的保护 …… 322

更多资料，欢迎访问 www.wenku120.com
[General Information]
书名=房地产开发企业并购法律业务指南
页数=327
SS号=12329701

封面
书名
版权
前言
目录
第一章　房地产开发企业并购概述
第一节　企业并购的基本概述
一、兼并和收购
二、各国企业并购的历史沿革及对我国企业并购的启示
三、我国房地产企业并购的现状和特点
第二节　企业并购的动因分析
一、资本集中理论
二、交易费用理论
三、降低成本、低风险扩张理论
四、市场控制理论
五、代理成本理论
六、规模经济理论
七、价值低估理论
八、价值创造和价值转移理论
九、中国企业并购的特殊动因
第三节　企业并购的基本类型
一、企业合并、股权收购和资产收购
二、横向并购、纵向并购和混合并购
三、善意并购和敌意并购
四、协议并购和要约并购
五、现金支付型并购、换股型并购、资产置换型并购和债权、债务承担
六、杠杆并购和非杠杆并购
七、间接并购和直接并购
第四节　企业并购的作用
一、有利于迅速扩大企业规模，提高企业的核心竞争力和影响力
二、有利于被并购企业摆脱困境，改善亏损状态甚至获得收益
三、有利于实现资源的优化配置
四、对于调整产业结构具有积极的推动作用
第二章　房地产开发企业并购重组流程
第一节　企业并购的一般流程
一、西方国家房地产企业并购的一般流程
二、我国房地产开发企业并购的一般流程
第二节　尽职调查一可行性研究
一、尽职调查概述
二、尽职调查贯穿于并购始终
三、律师对目标公司的尽职调查
四、注册会计师对目标公司的尽职调查
第三节　并购重组方案的制定
一、我国房地产开发企业并购活动中企业面临的风险
二、收购方案的内容
第四节　并购评价
一、并购评价的基本原则
二、并购前的评价
三、并购后的评价
第五节　并购后的管理一重组
一、战略管理重组
二、人力资源重组
三、企业文化重组
四、财务资产重组
五、实务操作注意点
第三章　房地产开发企业并购与产权法律制度
第一节　房地产企业产权的界定
一、房地产企业产权的内涵和外延
二、房地产企业产权制度存在的问题
三、房地产开发企业产权的界定
四、房地产开发企业并购对产权界定的影响和作用
五、产权界定对房地产开发企业并购的意义和作用
第二节　房地产开发企业产权的转让
一、房地产开发企业产权转让的动因分析
二、房地产开发企业产权转让的原则

三、房地产开发企业产权转让的法律依据
四、房地产开发企业产权转让的流程
五、房地产开发企业产权转让中存在的问题
六、完善企业产权转让交易制度，为房地产开发企业并购护航
第四章　房地产开发企业并购法律文书制度
第一节　公司合并有关法律文件
一、公司合并的法律程序
二、公司合并提交的法律文件
三、合并合同的框架
第二节　公司收购中的有关法律文件
一、房地产企业收购的有关概念
二、公司收购中涉及的法律文件
三、资产收购合同的框架
四、股权转让合同基本条款
五、收购合同中应注意的特别条款
第三节　并购过程中应该注意的法律问题
一、资产不实的风险
二、财务陷阱的法律风险
三、税务风险
四、反垄断法的风险
五、融资的法律风险
六、劳动合同的风险
第五章　房地产开发企业并购的税收问题
第一节　房地产开发企业并购税收问题分析
一、税收影响并购行为的理论分析
二、企业并购税收制度的比较研究
第二节　房地产开发企业并购税收实务操作
一、选择并购目标企业环节的税收问题
二、并购过程具体环节中存在的税收问题
三、并购中的税收优惠问题
第三节　房地产开发企业并购相关税收政策
一、企业并购的税收基本原则
二、企业并购中的相关税收法律政策
第六章　房地产开发企业之反并购
第一节　反并购的理论分析
一、反并购的动因
二、反并购行为的评价
三、反并购的决定权模式
四、降落伞条款（parachute clause）
第二节　反并购的策略手段
一、事前防御
二、事中对抗
三、反收购方案的分析
第三节　反并购的法律手段
第七章　与房地产开发企业并购有关的其他法律问题
第一节　企业并购与反垄断问题
一、垄断概述
二、企业并购所引发的垄断问题
三、各国对企业并购的反垄断规制
四、对企业并购进行反垄断规制的除外情形
第二节　企业并购中的无形资产问题
一、无形资产概述
二、企业并购中无形资产的评估和处置问题
第三节　企业并购与员工问题
一、员工安置问题
二、员工流失问题
第四节　企业并购和中小股东合法权益的保护问题
一、企业并购中对中小股东权益予以保护的重要性和必要性分析
二、中小股东权益保护的基本制度
第五节　企业并购与金融债权的保护问题
一、企业并购中存在的损害债权人利益的表现
二、原因分析——债权人处于弱势地位
三、对企业并购中债权人利益的保护

第一章　房地产开发企业并购概述

第一节　企业并购的基本概述

企业并购近年来已成为各类媒体中曝光率较高的话题，越来越为我们所熟悉。然而现行立法中对“并购”一词含义的规定并不统一，而且既有用词上的多样性，也有具体含义和内容上的多样性。以《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）为例。《公司法》对企业的合并进行了比较明确的规定，其将企业间的合并分为吸收合并和新设合并两类形式。其中第173条规定：“一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。”第175条规定：“公司合并时，合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继。”而《证券法》则对上市公司的收购进行了比较全面的规定，其明确指出收购者对上市公司的收购可采取要约收购、协议收购和其他合法的方式。

一、兼并和收购

尽管对并购一词难以找到法律上的明确概念界定，但概括而言，并购是指一个企业通过产权交易等方式获得其他两个或者两个以上企业的

所有权或者控制权。具体而言，无论从理论角度还是实务角度来看，企业并购至少包括兼并和收购两部分。兼并和收购是两个不同的概念，但在实践中往往容易被混淆，下面将分别对二者进行介绍和比较。

（一）兼并的概念

兼并（merger）有广义和狭义之分。广义的兼并与并购的含义大致相同，故本书采狭义解释。

根据《大不列颠百科全书》的解释，兼并是指"两家或者更多的独立企业、公司合并组成一家企业，通常由一家占优势的公司吸收另一家或者更多的公司。兼并的方法可分为：A. 可用现金或者证券购买其他公司的资产；B. 购买其他公司的股份或者股票；C. 对其他公司股东发行新股票以换取其所持有的股权，从而取得其他公司的资产和负债。"这一解释将兼并主要界定为两家或者两家以上企业的合并而组成一个新的企业，但其中的兼并方法 A 将资产收购方式也纳入兼并，说明其仍采广义的解释。另外，此解释也并未对兼并企业和被兼并企业主体地位变更后的相关法律后果作进一步阐释。

另根据《布莱克法律大词典》的解释，兼并是指"一个事物或者权利被另一个事物或者权利混合或吸收，一般说来，其中一方没有另一方尊贵或者重要，不重要的一方将不再存在。在公司法中，它是指一个公司被另一个公司吸收，后者继续保存它的名称和地位，以及获得前者的财产、责任义务、特权和权力等。而被吸收的公司则不再以一个独立的商业实体存在。"概括而言，这一解释将兼并仅仅界定为吸收合并，范围比较窄，不过它对合并之后的法律后果和形成的新企业的法律地位作了比较具体的规定。

笔者认为将上述两种解释综合起来，可以对兼并作一个比较全面而准确的界定。即兼并是指一个企业通过产权交易等方式获得其他两个或者两个以上企业的产权而非仅仅控制权，使这些被兼并企业的法人资格丧失，其资产和责任都由兼并企业或者新成立的企业承受的行为。按照是否设立新的公司，兼并通常可以分为吸收合并和新设合并。根据《公

司法》的规定，吸收合并是指不设立新的公司而由兼并公司吸收被兼并公司，被兼并公司解散，兼并公司继续存续并承受被兼并公司的权利与义务；新设合并是指两个或者两个以上的公司合并而成立一个新的公司，合并前的公司的法人资格均丧失，其所有的权利和义务都由新设立的公司承受。

（二）收购的概念

收购（acquisition）通常来说是指一家企业通过现金或者股票等方式购买另一家企业的资产或者股票，从而实现对另一家企业的资产进行经营或者取得另一家企业的控制权或者管理权的行为。收购与兼并最大的不同在于两者的结果，在收购模式下，被收购的另一家企业仍然得以存续而不必消灭，其权利和义务也并不必然转移至收购企业。

按照收购标的的不同，收购可以分为资产收购和股权收购。资产收购一般来说是指收购企业购买被收购企业的全部或者部分资产，并进而对该资产进行经营的一种贸易行为。资产收购并不导致被收购企业法律资格的消灭，因而不同于兼并；同时，资产收购从性质上来看是一种购买资产的贸易行为，因而也不同于购买股权的投资行为。对于收购企业而言，资产收购方式可以说是利弊兼有。从有利的角度来说，资产收购完成以后，收购方无需承担被收购企业的任何债务或者责任；而从不利的角度来说，资产收购将会给收购方带来一系列的税务负担，包括营业税、增值税等等。

股权收购一般来说是指一家企业通过收购另一家企业的股权而达到控制该另一家企业的目的。股权收购相比于资产收购最大的不同在于股权收购是一种投资行为，在股权收购完成之后，收购方需要按照投资比例承担被收购企业被收购前的全部债务和责任。因此，收购者在规划对某一家企业进行股权收购之前，应该聘请律师或者会计师等专业人士对目标公司进行全面而谨慎的调查，以免日后被迫承担目标公司债务或者责任。本书后文将会对资产收购和股权收购等分类作进一步的介绍。股权收购并非在任何情况下都可以实现，而是需要满足一定的条件。具体

而言有以下几个条件：

首先，要想掌握对目标公司股份的控制权，前提是股份能够被收购方获得，即能够自由转让给潜在的收购方。这点比较容易理解，因为只有股份能够自由转让，收购公司才可能与被收购公司的股东自由地达成股份转让协议，而不受其他任何人或者是目标公司的干涉。依据我国《证券法》的规定，对上市公司的收购充分体现了此点。而有限责任公司则不具备这个条件，因为根据我国《公司法》第72条第2款的规定，“股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意，其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的，视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。经股东同意转让的股权，在同等条件下，其他股东有优先购买权。”由此可见，有限责任公司的股份转让受到了一定程度的限制。

其次，公司的经营信息必须有一定程度的公开。收购公司要想完成对某一企业的收购，必须做好大量的前期准备工作，其中包括通过尽职调查对收购该公司进行可行性研究。而这一环节的顺利进行则在很大程度上有赖于被收购公司经营信息的公开。通过相关信息的公开，收购公司方可以对被收购公司的主要情况，如经营管理、固定资产及租赁物业、财务资料、人事及组织管理等等进行了解和评价，这样才能对被选定的目标公司有一个比较准确全面的评估，从而最终对是否收购该被选定的目标公司作出比较准确的可行性评估，可以说，这是决定收购成功与否的关键。在实践中，大部分企业出于竞争的考虑，往往都不愿意过多的向外界公开其企业内部的信息，但又迫于法律规定的强制信息公开制度而不得已公开。可以说，如果没有法律规定的强制信息公开制度，收购企业很难通过合法手段去获取被选定的目标公司的相对准确和全面的信息，因而收购也就很难进行。以有限责任公司为例，该类公司的信息公开程度远远低于上市公司，因而收购的难度自然相当大。

再次，被选定的目标公司，股权越分散越有利于控股收购的顺利实现。[①] 原因有三：

其一，股权越分散，则往往控制相对较少的股份就可以实现控制目标公司的目的。因为在一个公司的股份高度分散的情况下，要想达到控制目标公司的目的，则不需要收购超过目标公司所有有投票权股份总数的50%的股份，而只需要收购目标公司少部分的股份即可，这就是所谓的相对控股收购，即收购企业持有的被收购企业股权为50%以下但又能实现对被收购方控股的一种收购。与相对控股收购对应的是绝对控股收购。顾名思义，绝对控股收购是指收购企业持有的被收购企业股权超过50%。在上述控股收购的情况下，收购的成本相比全面收购来说比较低，而且在保留部分被收购企业股东的情况下，往往可以比较好的处理并购之后目标企业与当地政府或原有经营伙伴等主体之间的关系；而其缺点亦是显而易见的，即由于非全面控股，所以在并购后的整合运行中可能会面临一些如人员调配不畅、分工配合不到位等制约因素。在收购企业收购被收购企业的全部股权的情况下，被收购企业将成为收购企业的全资子公司。在全面收购的情况下，虽然上市公司可以在不受股东干预的情况下对公司进行改造，但是由于并购后的运营资金需求量往往比较大，所以在一定程度上可能比较难发挥低成本收购的资金效率。

其二，股权越分散，说明股东数量就相对越多，此时，众多的股东之间要想彼此协调而达成统一战线对抗收购者，难度是非常大的。如此一来，收购的主动权就比较容易掌握在收购企业手中，从而更有利于推动收购的顺利完成。

其三，股权越分散，股东的数量相对而言就会更多，这样一来小股东所占数量便会相对较多，而小股东真正感兴趣的往往是公司股票的价格高低，是他们能不能从中赚钱，而不是很关心公司的掌控者到底是谁，因此在股权比较分散的情况下，只要收购企业能让众多小股东从收购中

---

① 张舫：《公司收购法律制度研究》，法律出版社，1998年版，第4页。

获得收益，以较高的溢价向其发出收购要约，相对来讲就很容易达成收购协议而实现收购的目的。

二、各国企业并购的历史沿革及对我国企业并购的启示

企业进行现代化的并购交易最早出现于19世纪的美国。随着公司的不断成长，与公司相关的法律制度的不断完善，企业的并购也不断呈现出新的特点，而这些特点与企业并购的历史沿革和背景是分不开的。企业并购在不同国家和地区所呈现的特点也是不尽相同的。譬如敌意并购，以英美法系国家美国为例，其公司的敌意并购从本世纪50年代起到现在发展速度惊人，其规模之大、影响之广已经引起了世界各国的广泛关注。而相比之下，以大陆法系国家德国为例，其从企业并购开始出现至今仍旧很少发生敌意并购的情况。

（一）美国企业并购的历史沿革

美国历史上已经发生过五次企业并购浪潮，每一次的并购浪潮都引起了美国产业结构的大调整。美国的产业组织之所以能够从传统的中小企业集合的模式发展成现在的成千上万的跨国大公司的形式，可以说在很大程度上都得力于这五次并购浪潮的推动。美国企业的并购活动贯穿于美国经济发展的全过程，而且表现形式多种多样。这五次并购浪潮集中体现了不同的并购类型，分别是[1]：

1. 第一次并购浪潮——横向并购

美国的第一次并购浪潮发生于19世纪末，当时一些基础工业的资本家们通过巨大的垄断资本控制了其竞争对手的股票，并以此来控制整个相关市场。这种相同或相似行业内具有竞争关系的对手之间的并购被称为横向并购，这种收购方式的目的是获得规模经济效益并且排除竞争。美国的第一次并购浪潮完成了美国大部分工业组织向现代企业结构的转

① 许海峰：《外资并购》，人民法院出版社，2005年版，第20－22页。

变，同时，大企业开始集中，并且最终导致了以商品为中心的行业企业的垄断开始出现。综合来看，此次并购浪潮以实现规模扩张和市场垄断为目的，利用证券市场提供的融资和交易手段，主要涉及以食品、烟草为代表的轻工业和各种原材料工业等传统产业。此次横向并购的浪潮最终以美国政府反垄断托拉斯运动的不断高涨以及1911年美孚石油公司的解散而告结束。

2. 第二次并购浪潮——纵向并购

美国第二次并购浪潮发生于20世纪20年代，当时美国经济日益好转，出现了很多企业与其在产品的上下游工序的企业之间的并购。这种同种行业里处于不同工序阶段的企业之间的并购被称为纵向并购，其目的在于确保某企业在供给、生产和流通等方面能够平衡的发展。以福特汽车和通用汽车为例，到现在其仍旧拥有给他们生产汽车而提供零部件的公司。综合来看，此次并购主要涉及的是银行业、制造业、矿业和公共事业等新兴的行业和重化工业。其主要特点是通过实施纵向并购来控制产业链，而国家方面则通过反垄断法限制了以谋求垄断地位为目的的纵向并购的发展。

3. 第三次并购浪潮——联合并购

美国第三次并购浪潮发生于20世纪60年代，在此次并购浪潮中，不少企业出于缓解或者抵御经济波动风险的目的而并购了一系列与本企业经营业务毫不相干的企业，这种并购模式被称为联合并购。联合并购的目的主要在于分散企业风险，在推动多元化经营的同时力图提升企业的管理水平。此次并购浪潮主要发生在大企业之间，而且被并购企业大多数都是发展前景较好，甚至是盈利的企业。究其原因可以这样理解，某企业在其某一经营业务方面的亏损可以由该企业的其他经营业务所获得的利润予以弥补，这样一来该企业在总体上就可以保持一种相对平衡稳定的发展而立于不败之地。不过从20世纪70年代末开始，很多超级联合的大企业已经开始逐渐解散了。

4. 第四次并购浪潮——融资并购

美国第四次并购浪潮发生于20世纪80年代，在这一时期美国许多公司的价值实际上都高于它们的股票价值，因而这些公司成为非常有吸引力的收购目标，出现了很多杠杆收购的事例，即一个或多个个人通过用目标公司的资产抵押获得贷款来收购目标公司的全部或者部分资产。这一时期税收体制和政府其他一些社会政策的支持给了企业重组以比较大的空间，但同时也给一些利用杠杆收购以获取短期暴利的投机者以可乘之机。综合来看，此次并购浪潮的特点是借助金融创新，利用杠杆收购和敌意并购，实现小企业吞并大企业。此期间各类混合型公司纷纷开始调整产品结构、组织结构和发展战略，强化主导产业从而增强核心竞争力。[①]

5. 第五次并购浪潮——战略并购

美国第五次并购浪潮发生于20世纪90年代至今，这一时期的并购是在高科技产业快速成长以及经济全球化的背景下展开的，其无论在速度、数量、规模、金额或者是并购形式等各方面都有一定程度的创新，尤其以规模庞大、换股方式多元化为特征。这种体现“强强联合”色彩的战略并购主要是基于国际竞争压力不断增大的考虑而出现的。另外从长远来看，用自己公司的股票来支付收购所需资金的做法不需要企业背负过重的债务负担，因而风险相对比较小。综合来看，此次并购浪潮的特点是通过“强强联合”的战略并购，实现资金、技术、管理和市场的全面融合，面向国际市场，增强核心竞争力；并且并购涉及的领域广泛，交易金额巨大，收购方式又回归到横向并购，突出主业，从而强化了规模效应。

（二）大陆法系国家的企业并购

大陆法系国家企业并购的一个突出特点就是很少发生敌意并购。究其原因主要有以下几方面：

其一，大陆法系国家公司的股权结构不同于英美法系国家公司的股

---

① 曹洪香：“正视并购：现代公司快速扩张发展的有效手段”，载《山东工商学院学报》2007年第6期。

权结构。

大陆法系国家的公司并没有发生公司所有权和控制权相分离的状况。在这些国家，股权分散并没有达到英美国家公司的那种程度，大部分公司都保有一些持有公司一定数量股份的大股东，而这些大股东牢牢地掌握着公司的控制权，因而所有权和控制权的分离程度极低。在这种公司所有权和控制权合一的情况下，并购企业根本无法实现绕过公司的经营者而通过收购对公司控制权不感兴趣的小股东的股份来控制一个目标公司的目的。从另一个角度来说，除非作为公司控制者兼所有者的股东自愿与收购者之间达成股权交易协议，否则在享有控制权的股东不愿意的情况下敌意并购是根本无法实现的。

其二，法律环境和商业伦理的约束。

法律环境对敌意并购的制约主要体现在：首先，欧洲大陆的一些国家的公司法都明确规定了公司职工有参与公司经营的权利。由于有这些职工参与公司的重大经营和决策，所以自然在很大程度上都可以影响到对该公司敌意并购的完成。以荷兰为例，荷兰公司的职工代表大会对该公司的经营决策起着决定性的作用，一个公司的职工代表大会可以通过拒绝对公司董事的提名来使一些对该公司的敌意并购无效。其次，很多大陆法系国家的公司法都允许公司对其股份的转让做出限制性规定，对于敌意并购而言，这种限制股份转让的做法很显然是十分不利的。

商业伦理对敌意并购的制约主要体现在：大部分的大陆法系国家都渗透着这样的一种商业理念，即通过掠夺而获得一个公司控制权的做法是不符合商业伦理的。①

（三）中国企业并购的历史

中国企业的产权交易活动是在经过了 1978 年的扩大国营工业企业经营管理自主权和 1983 年的利改税等改革之后逐渐萌发起来的，伴随着一段时间的产权交易实践，以及 1989 年颁布的《关于企业并购的暂行办

---

① 张舫：《公司收购法律制度研究》，法律出版社，1998 年版，第 36－39 页。

法》和1992年现代企业制度改革的推进，中国企业的所有制结构和产权制度改革自上而下推行下来，并购活动也随之日益增多。从改革开放至今，中国企业的并购活动主要经历了三个阶段，即1984年到1987年的起步阶段，1987年到1989年的第一次并购浪潮以及1992年至今的第二次并购浪潮。

起步阶段的企业并购具有企业自发性和政府干预性并存的特点，具体而言，虽然优势企业和劣势企业在各自进行规划的过程中自愿达成并购共识，以期使优势企业在各方面资源短缺的限制情况下可以实现生产规模的扩大，同时也使劣势企业在长期亏损的情况下扭亏为盈，但政府积极地扮演着企业并购参与者甚至主导者的角色。受此以及当时中国经济发展水平的影响，在这一阶段参与并购的企业数量相当有限，大部分被并购的企业都是亏损企业。第一次并购浪潮得益于中国企业并购受到国家政策的支持，主要体现在以下两个方面：首先，党的十三大报告明确小型国有企业产权可以有偿转让给集体或者个人；而后，我国第一部有关企业并购的四部门规章《关于企业兼并的暂行办法》的出台，对企业并购活动也起到了积极的推动作用。在此次并购浪潮中，企业并购的规模和范围比起步阶段有了一定程度的突破，一些发展前景较好的优势潜力企业开始逐渐成为被并购的重点。1992年以来我国确立了市场经济的改革方向，产权交易也越来越受到政府和企业的重视，企业并购无论是在形式上还是在规模上，都有了很大的发展。在这一阶段，股票市场的发展一方面促进了企业之间相关信息的公开，为企业并购提供了便利，另一方面也在一定程度上降低了企业并购的交易成本。此外，随着我国加入世界贸易组织，中外企业之间的并购活动亦日益丰富起来。在此次并购浪潮中，中国企业的并购开始逐渐体现出“强强联合”的特征，中国大唐集团并购湖南华银电力、国航并购深航等等都是此次并购浪潮的实证。同时，中国企业并购开始与国际市场接轨，外商并购我国国内企

业以及我国一些经济实力比较强的企业并购海外企业的实例也越来越多。①

（四）外国企业并购的历史对我国企业并购的启示

发达资本主义国家的企业通过大规模的并购等手段，提高企业的经济实力，积极应对全球产业革命带来的机遇和挑战，凭借着并购获得的人力、物力、管理经验以及无形资产等资源，在以科技和经济为核心的国际竞争中获得了主动权，而使得广大发展中国家面临着十分严峻的考验。例如，美国的企业并购多源自企业自身，谋求的是在增强企业竞争实力基础之上的企业扩张；而一些大陆法系国家，譬如日本的企业并购，多发生于产业的整合和企业的重组过程中，其注重的多是企业之间关系的调整，从而谋求市场竞争关系的改善和整体经济结构效益的提高。因此，从上述外国企业并购的发展历史，尤其是美国企业并购的历史中，我国企业可以或多或少的得到一些启示。

1. 企业的并购活动是由企业所处时代的国际和国内的经济和技术发展背景决定的，应该根据企业所处的时代背景对企业的并购活动进行规划。从时代背景来看，企业并购浪潮往往兴起于经济快速成长的时期，从而与经济发展周期呈现出一种被动的吻合，宏观经济的波动是制约和影响企业并购活动的决定性因素。另外，从技术发展背景来看，技术革命是企业并购活动的催化剂，其在很大程度上加快或者阻碍着企业并购活动的进程。以美国第四次和第五次企业并购浪潮为例，这两次并购浪潮与新技术革命和计算机技术的发展相吻合，大量的并购活动由第二产业转向了第三产业，并且还顺应计算机技术的全球化而产生了大量的跨国并购。从总体上看，国外企业的并购浪潮体现出了一种技术革命带动经济发展，经济发展促进企业并购的特点。② 这一特点对于我国企业并购的启示在于，企业在制定并购规划的时候必须对企业所处的经济大背

---

① 尹豪：《中国企业并购的价值研究》，河海大学技术经济及管理专业2006年博士学位论文，第27页。

② 黄丽能："美国企业并购的历史变迁及启示"，载《经济师》2006年第2期。

景和相关产业的技术发展有一个全面的了解和掌握，唯有如此，才能结合企业自身的情况作出准确的市场定位，从而在并购与否以及如何并购的关键性问题上作出正确的评估和判断。

2. 一个国家的法律环境和政策环境对该国的企业并购活动起着至关重要的引导作用。以美国和德国两个国家的政策背景为例，在美国等自由竞争的市场经济国家里，并购发生的次数往往更多，并购浪潮往往持续更长的时间，在企业层次的微观层面更能体现出并购的积极作用，即市场这只“无形的手”对资源的有效配置更能体现出来，资源利用效率的提高在很大程度上促进了企业价值的提升，使企业的竞争力得到加强。而在德国等大陆法系国家里，由于并购活动广泛受到国家产业政策和法律规定的影响，因而从总体上看，其一，并购发生的次数相对比较少，并购浪潮的周期性特点不够明显；其二，在一些关系国计民生的重要行业和领域中，并购产生的垄断组织具有相当大的市场规模，而且这些垄断组织往往会得到产业政策和金融方面的支持。

从上述比较中我国企业可以得到的启示是：企业并购作为企业产权交易的一种形式，经历了由自由竞争向政府干预下的竞争的发展过程。政府干预的主要手段是通过制定和执行相关的政策和法律，影响并购活动，从而使企业并购活动在符合本国背景的条件下得以规范、有序的进行。由此可见政府的干预对企业并购具有强烈的导向和制约作用，究竟如何制定一个企业的并购计划在相当大程度上都依赖于一个国家相关的政策和法律规定。从政府角度来看，应该在结合本国实际国情的条件下关注并吸收世界各国的经验，从而制定出既具有创新性，又不脱离本国国情，既符合整个社会的大部分群体甚至全部群体的利益，又有利于企业发展的相关法律政策。从企业自身角度来看，应该将国家的相关法律政策纳入实施企业并购战略的重点考虑范围，从而使其对本企业的并购起到导向和推动作用而非阻碍作用。

3. 不同类型的企业并购活动给企业乃至社会带来的影响总是有利有弊的，只有对不同类型的企业并购进行评估和判断，才能在最大程度上

实现趋利避害。以上述的美国第四次并购浪潮为例，该次并购浪潮出现了许多以追求短期超额利润为目的的并购活动。从不利的一方面来看，这种并购活动不但给企业带来了巨额的高风险债务负担，而且还使得很多个人和团体蒙受了巨大的损失。其实即使是友好的企业并购，也势必会对某一些人不利，例如企业的高层管理人员和普通员工很可能要面临并购重组带来的裁员危机；友好并购带来的垄断还使得无辜的消费者承担物价过高的负担等等。而不友善的并购更是弊端多多，高额的支付费用是以很多人失业为代价换来的。但我们不能仅仅因此就认为这种以追求短期暴利为目的的并购就毫无益处可言，从狭隘的角度来看，被敌意并购的目标公司的股东们往往都可以从高额的溢价中获得不小的收益；从更深一层的角度来看，许多公司的经营者们因为担心成为敌意并购的目标而变得更加勤勉尽责，从而也使得公司变得高效起来。

就我国当前所处的阶段而言，发挥市场在资源配置中的基础作用，以此来调整不合理的产业结构、企业分布结构和企业组织结构，促进技术进步和资源的优化配置，取得规模经济效益，这对于我国企业而言是十分重要的。而要想实现上述目标，企业并购是一种很好的手段。虽然近些年来我国企业的并购活动已经有了一定程度的发展，但是目前仍存在很多亟待解决的问题，例如收购方的产权关系不明晰，并购的宏观环境不够完善等等。因此我国企业并购要想在国际竞争的挑战下立于不败之地，势必要吸取各国并购的历史经验，在学习中不断进步，这还有很长的一段路要走。

三、我国房地产企业并购的现状和特点

中国的房地产业经过二十几年的发展取得了巨大的成就，为社会经济的发展做出了重要的贡献，可以说中国房地产业已经成为我国国民经济的支柱产业。然而，首先，2003 年以来，我国政府出台了一系列宏观调控政策，改变了我国房地产业的旧有格局，使得房地产业的门槛被提

高了；其次，与此同时，大量其他行业的资金开始进入房地产业，尤其是外资的进入，这在很大程度上加剧了市场的竞争，从而对我国房地产企业提出了更高的要求；第三，在实行市场经济初期，我国国内房地产存在企业数量多、规模小、品牌建设落后、产业集中度低等问题，其开发活动带有很大的投机成分，但他们却占用着绝对数量不少的社会资源；第四，我国现在城市建设的重点在基础设施和旧城改造上，这类项目的投资期长，投资额也比较大，技术要求高，绝不是一些小企业所能胜任的。[①] 所有这些问题在很大程度上都成了房地产业发展的瓶颈。在这种背景下，我国房地产企业纷纷开始寻求做强做大的出路，以适应新的市场环境。于是，随着市场发展环境的日趋规范和房地产企业运营模式的创新，房地产业的并购时代来临了。

通过房地产企业之间的并购重组可以很好的实现资源的优化组合以及产业的整合，这对于解决我国房地产业目前存在的问题很有帮助。具体来看，通过并购方式可以有效解决我国房地产企业普遍存在的资金紧张和土地资源稀缺两大问题。

由于2003年6月13日中国人民银行发出的《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》以及国家新一轮宏观调控政策的相继出台，房地产信贷不断收紧，房地产企业资金压力加大，房地产企业融资空间被压缩，很多中小型房地产开发企业因为开发资金紧张而不得不退出了房地产开发市场或者是将其现有的房地产项目转让套现。于是，一些在资金市场信用上处于领先地位的企业自然倾向于利用更多的银行资金来并购一些中小房地产企业或者是收购一些优质的地产项目，从而实现发展规模的快速扩张。[②]

在土地资源方面，由于土地市场的政府垄断和市场管制，导致土地

---

① 杨兴权、王秀兰："房地产企业并购与重组的必要性"，载《当代经济》2007年第1期。

② 张红、刘平、王松涛："行业扩张下的房地产企业并购"，载《房地产开发》2006年第12期。

根本无法完全通过市场交易来获得。而土地所具有的价值性、稀缺性和难以替代性等特征正是房地产企业最主要的战略性资源。另外，城市化扩张使得土地资源的供应日趋紧张，土地成本不断上升。与此同时，金融信贷政策的紧缩以及一系列规范土地一级市场政策的出台，使得那些依靠银行贷款而以炒地牟利的企业面临巨大的淘汰压力；而那些本身资金实力雄厚、市场化程度高、专业能力强的大型企业则日益突显出强大的竞争优势。因此，面对优胜劣汰的压力以及大型房地产企业的竞争压力，通过收购方式获取土地资源，尤其是盘活存量土地，成为有远见的中小房地产企业必然选择的出路之一。

全球范围发生的企业并购事件已有多起，涉及零售、汽车、通讯、网络、航空等许多行业，这些并购事件有些是出于增强竞争，有些是出于优势互补，有些是出于新市场的进入，有些则出于经营的多元化发展。在这种形势下，房地产企业的并购重组也显得尤为必要了。

第二节　企业并购的动因分析

决定企业并购的因素有很多，主要包括企业的生产经营特点、财务状况、市场竞争条件、法律环境、企业决策者、企业自身的发展阶段以及宏观经济的发展阶段等等。在上述这些因素的综合影响下，企业并购的动因表现为弥补自身缺陷，降低交易成本；提高企业效率，降低市场风险；强化市场控制，实现垄断经营；降低代理成本，实现有效管理；扩大企业规模，实现协同效应；发现价值低估，实现价值增值；利用制度安排，实现价值转移。下面就一些主流的企业并购动因理论逐一进行阐述。

一、资本集中理论

企业通过并购实现扩张，最终都表现为资本的集中，即个别资本合

并成一个统一的大资本，或者分散的小资本不断被集中的大资本吞并的过程，由此便引入了资本集中理论。资本集中理论是由马克思所创立的。尽管在马克思写作《资本论》的年代里，资本主义世界还没有出现大规模的并购浪潮，但是他通过对资本主义生产方式的产生、发展以及资本运动内在规律的详尽分析，非常敏锐地抓住了资本集中这一关键性的问题，建立起了资本集中理论。实质上这一理论中已经包含了丰富的企业并购的思想。

资本集中是指少数的、个别的资本通过集中而形成大规模资本，其目的是通过这种大资本实力更多更好地获取并驾驭各类企业发展和盈利所需要的资源。马克思指出，虽然单个资本的增大分为资本积累和资本集中两种方式，但是资本积累相对于资本集中而言是一个十分缓慢的过程，“假若必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路”。而“集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了”。这说明资本集中更能适应生产迅速扩张的需要，这里的资本集中实际上就是企业之间进行并购的动因。另外，“随着资本主义生产方式的发展，在正常经营条件下经营某种行业所需要的单个资本的最低限量提高了”，因此需要通过企业并购实现资本的集中。与此同时，在大工业占领的生产领域中，总是“较大的资本战胜较小的资本”，所以要想在市场竞争中立于不败之地，需要通过企业并购实现资本的集中。① 对剩余价值和利润的追逐是资本集中最根本、最原始的原因。总之，资本集中在本质上是适应社会化大生产要求而形成的一种生产与资本的扩张趋势，为了追逐资本的集中从而实现对剩余价值和利润的追逐，企业往往会选择通过并购的方式。

通过企业并购实现资本集中因为股份公司的出现而变得具有可行性。一般而言，股份公司拥有股份可自由转让、公司信息公开程度高、筹集资金成本低、能力强等优势，这就使得该股份公司在通过并购进行资本

---

① 马克思：《资本论》第一卷，人民出版社，1975年版，第685页。

集中的过程中，可以不必过多受自身现有财力的约束。因为该公司只要有良好的经营状况和赢利前景，就可以通过发行股票和公司债券的方法来筹集进行并购活动所需要的资金，甚至可以通过直接发行股票的方法来直接支付给被并购企业的股东，也即美国第五次并购浪潮中常用的换股并购的方式。

当然，从并购企业内部因素来看，资本集中对渴望追求利润的企业而言虽然具有无法抗拒的诱惑力，但是通过并购进行资本集中在给企业带来收益的同时也会带来不可忽视的成本支出问题。这种成本的支出主要表现之一就是在并购之后还需要进一步投入资金等进行整合，并购之后的规模越大，整合的过程所需要的成本也就越大。当企业并购所引起的这种交易成本的总和超过了资本集中可能给企业所带来的收益时，资本集中所创造的剩余价值和获取的利润如此一来则被掩盖了，所以这个时候的并购便很难实现资本集中理论所带来的效益。而从并购企业的外部因素来看，当资本集中给企业带来超额的垄断利润破坏了企业外部自由市场的竞争秩序并导致社会经济效率下降的时候，国家这只“看得见的手”往往会发挥调控作用，从而对资本集中施加一定的干扰和阻挠。因此，无论从企业内部的自身因素来看，还是从企业外部的综合因素来看，通过并购来实现资本集中的做法并不可能毫无限制地发展扩张下去，企业并购总归是有一定边界的。

二、交易费用理论

著名的经济学家科斯在《企业的性质》一文中首次提出交易费用理论。一般认为，交易费用理论是整个现代产权理论大厦的基础，同时节省交易费用也是企业并购的重要动因之一。该理论是指，企业的并购可以将许多本来属于企业外部的市场范畴的交易事项转化为企业的内部交易事项，从而可以大大地节省企业的交易费用。在生产要素的获得和运用存在外部性和信息不对称或者是在生产要素的资产专用性强的情况下，

通过并购可以把市场交易转变为企业内部交易，减少市场供给的不确定性，降低道德风险和违约风险，从而达到节约交易费用的效果。该理论认为，企业和市场是两种可以相互替代的资源配置机制，由于存在有限理性、机会主义、不确定性，使得市场交易费用高昂，为节约交易费用，企业作为代替市场的新型交易形式应运而生。交易费用决定了企业的存在，企业采取不同的组织方式的最终目的也是为了节约交易费用。① 一般情况下交易费用理论被看作是对企业间的纵向并购理论的解释。为了降低交易费用，企业倾向于进行纵向并购，即对在生产工序上存在关联或者是在销售上有着密切关系的上下游企业实施并购。

微观经济学理论认为，价格反映资源的稀缺程度，是资源配置的信号。价格机制被认为是最有效的协调和指导资源配置的工具。根据这一理论，科斯分析了企业存在的理由在于“他（企业家）可以以低于他所替代的市场交易的价格得到生产要素”，运用企业内部的行政命令手段比运用价格机制进行交易的费用要低。“企业将倾向于扩张，直到在企业内部组织交易的成本等于在公开市场上完成同一笔交易的成本或在另一个企业中组织同样交易的成本为止。”由此可见，企业通过纵向并购可以将原先的外部市场买卖关系转变为企业内部的行政协调关系，从而节约交易费用。科斯还认为，企业是市场的替代物，市场和企业是资源配置的两种可以互相替代的手段。因此通过一个组织，并让企业以某种权力的方式来支配资源，便可以节省部分市场费用，而且，企业面对的是信息不充分、不确定的世界，通过企业纵向并购正好可以实现节约这部分信息交易费用的目的。企业通过并购可以使专门的生产要素在同一企业内部使用，从而防止部分企业资源的外部性费用较高等问题。威廉姆森则从另一个角度指出交易费用的主要决定因素在于资产的专用性所造成的机会主义行为，这种机会主义行为造成了市场交易的高成本。为了降低市场交易的费用，企业往往倾向于将原材料、零配件的外部购买

---

① 朱德义：《企业并购动因分析及其在我国的应用》，厦门大学世界经济专业 2002 年硕士学位论文，第 12 页。

转变为通过企业自身内部进行生产，即对生产上游产品的企业实施纵向并购从而转向一体化。格罗斯曼和哈特认为“对所提供的产品的各个方面都在事前进行谈判这是不可能的，也就是说，契约是不完全的”。原因在于现实经济中充满了不确定性以及明晰所有权的成本过高，所以契约是不可能完备的。[①] 企业出现的原因在于当契约不完备时，纵向一体化将市场交易转入企业内部从而减少或者消除机会主义行为，进而最终降低交易费用。

交易费用理论说服力比较强，但缺点在于分析方法比较抽象，很难得到系统全面的检验。

三、降低成本、低风险扩张理论

降低成本、低风险扩张也是企业并购的重要动因之一。具体来说，并购对于企业而言是社会成本相对较低的一种扩张方式。如果通过积累或者再投资的方式进行扩张，不以产品消费市场的同步增长为前提，必然会造成产品的供大于求；另一方面，这种扩张方式的战线也会比较长，从而相应地成本和风险也会随着战线的拖长而增大。如此一来，激烈的市场竞争势必会将其中一些实力较低、不堪重负的企业淘汰掉，导致的最终结果就是社会资源的浪费，同时对于该行业内被淘汰的企业而言损失就更为惨重。而通过企业的并购活动来实现资本的扩张则是一种交易成本较为低廉的方式。并购企业可以利用现有的企业厂房设备和销售资源，以及各种优惠的政策，盘整被并购企业的现有资源，这样一来，一方面可以顺利地实现产品扩展和市场占领，另一方面还要比自身投资建造新厂节省大量的成本支出。此外，交易费用的降低还主要体现在以相对较少的资金获得价值相对较高的资产。这些资产主要包括人力资源、无形资产、管理经验、客户资源、市场认知程度等等。被并购企业所在

① 崔保军：“企业并购动机综述”，载《企业经济》2004 年第 8 期。

地的市场认知、现成的销售渠道以及与各关联方之间的联系渠道等等的低价获取是促使收购企业实施并购的动因之一，因为对于通过新建的方式而开展业务的企业而言，这些无形的资产的获得往往需要企业付出相当大的成本方可逐渐获取。而通过并购，并购企业很显然可以通过较低的成本支出而获得上述高价的无形资产。

降低成本、低风险扩张理论还暗含着另外一方面的意思，即企业通过并购可以降低其退出行业的成本。退出行业的成本从某种意义上来讲可以被纳入当初企业进行经营的风险和费用评估考量的范围之中，因为低退出成本可以为企业节省下一大笔资金，这笔资金可视为冲抵当初企业的支出，从而使并购企业消耗的总成本降低。从降低风险的角度来看，以房地产开发行业为例，该行业的固定资产比重往往相当大，其资产的专用程度往往非常高，因而该行业中的企业即使经营状况不佳，企业处于困境，也很难轻易地退出，因而势必导致出现低效企业苦撑维持生产的局面。从大的方面来看，这种低效企业维持生产的情况不但对于这些企业而言是极大的负担，还会影响到整个行业的利润水平。而通过企业之间的并购，可以有效解决低效企业退出成本过高的问题，这便在无形当中降低了企业的风险，使得企业在无力继续经营的情况下留有一条后路。而且，通过低效企业的退出还可以实现行业结构的调整。

四、市场控制理论

顾名思义，市场控制理论是指通过企业的并购活动，使得企业的竞争对手减少，如此一来便提高了行业集中度和市场占有率，实现了规模经济，使企业获得了垄断利润，而垄断利润的获得又反过来继续促使企业更有力地占有市场，排除竞争，从而最终增强了企业对市场的控制能力。控制相关市场既是企业并购的动因之一，也是法律对企业并购加以限制的理论依据，因为其非常好地证明了企业并购对自由的市场竞争所带来的负面影响甚至冲击。

从一方面来看，市场控制理论认为，并购的动因在于实现对企业经营环境的控制，从而提高市场占有率，增加长期获利的机会。企业并购提高了行业的集中程度，在产品产量、销售、原材料采购等方面形成一定程度的市场垄断，从而提高企业的市场支配能力。具体来说分为两个阶段。第一阶段中，为了缓解市场竞争的压力，企业并购可以直接将市场上的竞争对手置于自己控制之下，提高行业的集中度、改善行业结构、增强企业对经营环境的垄断性控制。当一个行业由一家或者少数几家企业控制时，能够有效地降低竞争的激烈程度，使该企业保持较高的利润率。这样在并购之后的初期，减少了竞争数量，增大了其他企业进入该行业市场的壁垒。第二阶段中，随着生产规模的扩大，企业在原材料、劳动力、营销中介机构等方面的需求也越来越大，从而使得这些要素的市场供求格局发生变化，少数的几家企业垄断这些要素的市场供应，从而又提高了这些企业对其供应商和销售渠道的控制能力。这样到后期当行业出现寡头垄断时，企业就可以凭借其垄断地位而长期获取稳定的超额利润并控制着市场。

从另一方面来看，并购可以把收购企业的主要竞争对手吃掉。如果某一行业内的主要企业进行内部积累或者直接投资，势必会给该行业内的其他企业带来不小的竞争压力。在这种情况下，该行业内的其他企业如果纷纷采取效仿的方式缓解竞争压力，那么该行业必将面临一场以企业加速扩张为特征的竞争之战。因此，与其通过这种扩张之战争个鱼死网破，倒不如考虑通过并购把主要的竞争对手吃掉，即在某一行业进行内部积累或者直接投资之后，其他企业先下手并购掉该企业，从而可以缓解其他企业面临的竞争压力。

出于市场控制动因的并购活动主要有以下三种：其一是在市场需求下降、企业生产能力过剩和竞争力削弱的情况下，几家相关企业合并起来，从而确保其在该行业的市场中始终处于比较有利的地位；其二是在国际竞争日趋激烈的情况下，国内市场为免于遭受外国大企业的强烈冲击，往往会选择通过联合组成大规模、竞争力强的企业来对抗国际竞争

对手，从而继续保持其在本国本行业的市场控制力；其三是法律将很多企业之间的合谋等联合规定为非法，在这种情况下，通过并购虽然也可能触及反垄断的规制，但如果在市场占有率等方面控制得比较好的情况下，还是可以达到规避上述控制合谋的相关法律的目的，从而使其企业继续维持对市场的控制。①

五、代理成本理论

股份公司的模式证明了所有权与经营权相分离，以及所有者与经营者相分离的可能。股份公司的模式使得经营者对公司的管理劳动逐渐演变为一种管理职能，而与公司资本的所有权逐渐分离开来。一方面，实际执行经营管理职能的资本家转化为单纯的经营管理者；另一方面，公司资本的所有者逐渐转化为单纯的资产所有者。代理成本理论就是从这个角度引申出来的，其主要是针对敌意并购而言。代理成本主要包括代理人订立契约的成本以及对代理人进行监督和控制的成本等。通过并购之所以可以降低企业的代理成本，可以这样理解，敌意并购时通过公平收购或者代理权的争夺，公司现任管理者将会面临被新管理者所代替的威胁，这种并购带来的接管威胁可以迫使公司的现任管理层以更加勤勉、高效和诚信的方式来对公司进行经营和管理，如此一来便降低了代理成本。在并购成功的情况下，新任管理层也会有同样的心理，这也可以降低代理成本。在企业的经营过程中，当企业所有者，即股东与企业经营者的委托代理关系出现严重问题时，并购可以成为解决这一问题的一种外部控制手段。

代理成本理论对企业并购的解释主要有三种观点：其一，美国学者亨利·曼尼于1965年提出并购可以用来解决代理问题，其认为由于资本市场上存在并购行为，一旦企业的经营业绩不佳，就可能会导致被其他

① 秦军：《我国企业并购的动因、效应及途径》，河海大学技术经济及管理专业2004年博士学位论文，第4页。

企业并购的命运，这样一来高层管理人员将会重新任命，所以企业现有的高层管理人员会因地位受到威胁而不得不努力工作，提高经营管理效率，这说明了并购可以减轻股权分散所带来的代理问题。其二，穆勒（Mueller）于1969年提出管理者主义，其认为由于企业的规模决定管理阶层的待遇，因而管理人员都有不断扩大企业规模的欲望，故而与其说并购解决了代理问题，倒不如说是代理问题导致了并购。不过里魏伦（Lewellen）和汉斯曼（Huntsman）发现高层管理人员的报酬与企业的利润显著相关，但与企业的规模无关，所以穆勒的管理者主义受到了质疑。其三，罗尔（Roll）于1986年提出了自负假说，其认为企业经营者往往高估了自身的经营管理能力，在规划改造目标企业时过分乐观，导致其在资本市场上大规模高价收购其他企业，最后却无法成功完成对目标企业的整合，因而并购失败，还把财富转移给了目标企业的股东。后来的实践证明，当并购消息传出后，收购方的股价不涨反跌，这在一定程度上验证了罗尔的自负假说。①

其实代理成本理论可以从企业的经营者、所有者即股东和收购者三方面进行综合阐述。首先，从企业的经营者角度来看。根据一般共识，如果一个人能够享有自己的努力所带来的全部利益，那么他们一般都会努力地工作以便为自己获取尽可能多的利益。但是一个公司的经营者对该公司的经营和管理却并不符合这种推断。在一个公司中，经营者的经营管理劳作所获得的收益非但不是由经营者全部享有，收益的大部分还都是由公司的所有者，即股东所享有。正是因为没有一个公司的经营者可以享有其经营管理工作的全部成果，所以一般情况下公司的经营者往往不愿意煞费苦心的努力去冒险实施一项有风险的创新经营计划，或者去费心费力地对现有的经营进行有效的监督，因为这些努力需要其投入大量的时间和精力甚至金钱，但是却并不能给其自身带来成比例的利益。长期这样，经营者不但不会为提高企业的经营管理效率尽心尽力，而且

① 肖太福：《企业并购法律实务》，群众出版社，2005年版，第9-10页。

还可能会表现出逃避经营管理责任，惰性管理，甚至是利用公司资金以权谋私的情况。对公司而言在这种情况下代理成本是十分高的，与代理成本较低或者为零的情形相比，很容易使得公司的股票价格下降，这在一定程度上降低了收购的成本，如果目标企业又是一个拥有一定优势或这潜力的企业，那么对于想要并购的企业而言将会是一个不小的诱惑，从而增加了实现并购的可能性。

其次，从公司的所有者，即股东的角度来看。如果公司的管理效率提高了，股票价格提高了，那么股东作为公司的所有者就可以从公司经营效率的提高中获得收益。但是，除了掌握公司控制权的少数大股东外，大多数的股东往往都是消极的投资者，他们往往都对公司的经营管理不感兴趣，通过把成本和收益进行比较，更少会有股东愿意花费大量的时间和精力去对公司的经营管理情况进行了解和监督。毕竟，公司并不会因为股东对公司经营管理所付出的努力而向股东支付由此带来的部分或者全部赢利。即使其花费了时间和精力去对公司的经营管理进行了监督，而这种监督也确实使公司获得了收益，但股东还是仅能依据其对公司的投资比例而分配公司的部分利润，故几乎很少有投资者会选择这种高成本低收益的方式参与公司的经营管理，所以说想要依靠股东对公司管理层的监督来提高企业的经营管理效率也是很难实现的。在公司处于经营管理不善的状况，而且外部又有第三方有并购的意愿时，股东通过其中的种种利弊衡量，最终往往会选择以一种冷漠的态度面对公司的经营和管理。当他们对公司管理层的经营不满意到一定程度时，他们往往宁愿选择向第三方出卖自己的股份并从溢价中获得一部分收益，也不愿耗费自己的成本去监督，这样一来也增加了并购的可能性。

再次，从并购企业的角度来看。当一个公司目前的股票价格远低于该公司在高效率经营者手中可能达到的股票价格时，并购企业往往会趋向于并购该公司，然后用高效率的经营手段来获得赢利。新接管的经营者可以降低代理成本从而提高企业的经营效率。

六、规模经济理论

在其他条件不变时，商品所带来的利润多少取决于劳动生产率的高低，而劳动生产率又取决于企业的生产规模。这也就是说，企业为了追逐更大利润，就需要扩大生产规模，提高劳动生产率，降低劳动成本，其实这就是规模经济。规模经济是指企业生产规模的改变对产量，进而对收益的影响。施蒂格勒认为："随着市场的发展，专业化厂商会出现并发挥功能，在这一方面规模经济是至关重要的，一个厂商通过并购其竞争对手的途径成为巨型企业是现代史上一个突出现象。"另一位学者本·丹尼尔也指出："当代经济已成为竞争力很强的国际商业经济，为了在全球具有竞争力，企业规模必须变得更大。"①

企业并购对规模经济可以产生直接影响。一方面，企业通过并购实现对人力、物力、无形资产、管理经验、客户资源等各方面进行补充和调整，可以达到最佳规模经济的要求，使企业的经营成本最小化。另一方面，通过并购可以把市场交易转变为企业内部交易，运用统一的生产流程，减少生产环节的间隔和外部化成本，从而可以充分利用企业的生产能力；或者使企业在保持整体产品结构的同时，实现产品的纵向深化生产，从而也可以达到规模经济。具体来说，企业并购对规模经济的直接影响可以体现在横向并购和纵向并购两个方面。对于企业之间的横向并购而言，通过并购扩大企业的经营规模，可以降低企业的总平均成本，从而提高企业的利润；或者实现企业之间的优势互补。例如，一家企业在资源的研究和开发方面具有很强的实力，但是在市场营销方面却比较薄弱，而另外一家企业在市场营销方面具有十分明显的优势，但是在资源的研究和开发方面却比较薄弱，在这种情况下，这两家企业就可以通过并购来实现彼此能力方面的互补，从而实现规模经济的效应。由此可

---

① 汤蕙："规模经济理论对企业并购活动的启示"，载《江汉大学学报（社会科学版）》2004 年第 21 卷第 1 期。

见规模经济理论中暗含了对一些生产要素没有给予足够的投入，而对另外一些现存的生产要素却又没有充分地予以利用的问题。而对于企业之间的纵向并购而言，规模经济的效应主要来自于前述的交易费用的节约，这里不再重述。

企业并购还可以从有利于市场营销和管理科技开发等环节促进企业的规模经济目标，因为企业并购以后，原来分散的市场营销网络和科技研发人员便可以在更大的范围内实现优化组合。从一定意义上说，这些规模巨大的企业是推动技术进步的源泉。总之，企业通过并购活动使其资产和管理能力等各方面都得到了最有效的互补和利用，这是企业实现规模经济的有效途径。不过有的学者对规模经济理论提出了不同观点。原因在于企业的规模经济除了受到市场容量的制约以外，还受到企业的管理能力、市场营销能力和财务实力等各种能力的制约。如果市场容量有限，产品难以卖出，供过于求，则难以实现企业利润的最大化；如果企业的管理水平低下，那么过大的企业规模只会造成管理的更加混乱而降低效益；如果企业的营销渠道不够多，那么过大的企业规模就会造成产品的过量积压；如果企业的财务实力差，资金短缺，那么企业规模的过度扩张必然会导致企业的资金更加匮乏而陷入资金危机甚至破产危机之中。①

规模经济理论还体现在，企业的管理层往往有自发的扩大企业规模的动机和愿望。一般来说，管理层对企业规模的增长率比对盈利率更加感兴趣，因为他们的收入、地位和威望往往都会随着企业规模的扩大而提高，而且当企业的规模扩大后，企业在多数情况下会更有能力抵御被并购的威胁，如此便提高了管理层的职位安全系数。

---

① 汤蕙："规模经济理论对企业并购活动的启示"，载《江汉大学学报（社会科学版）》2004年第21卷第1期。

七、价值低估理论

价值低估理论是指由于某些原因，目标企业股票的账面价值会低于其实际价值，当并购企业得知目标企业的这些不为外界所知的信息时，就可能以此为动机来并购目标企业，等到目标企业的股票实际价值反映出来的时候，并购企业便可以迅速地从中获得一定的收益。相比于其他的扩张模式，这种情况下的并购企业能够更加便捷地实现扩张目的。价值低估理论有一个不容忽视的前提是目标企业的股票账面价值低于其实际价值，之所以会出现这种情况，可能是由于通货膨胀或者是具备潜力的目标企业处于暂时的困境等原因。简单地说，根据该理论，企业并购的动因在于目标企业的股票市场价值低于其重置资本的成本，即目标企业的价值被低估了，而并购企业了解到该目标企业的真实价值或者潜在价值，从而展开并购活动。依据价值低估理论，在技术变化快、市场销售条件及经济情况不稳定的情况下，企业的并购活动往往会越发的频繁。

在资本市场理论中，企业股票的市场价格与其重置成本之比被称为托宾比率或者是 q 比率。在不考虑资本利得税的情况下，如果 $q<1$，那么并购发生的可能性往往比较大；而如果 $q>1$，那么并购发生的可能性就比较小。以美国第四次并购浪潮为例，在 20 世纪 80 年代，股票市场上的很多投资者都过分地注重短期收益而对那些具有长期投资价值的企业缺乏投资兴趣，再加上当时美国的通货膨胀率比较高，使得许多企业的重置成本都远远高于该企业股票的账面价值。这些因素的综合作用，使得当时美国企业的托宾比率一般都在 0.5－0.6 之间，这时企业很容易成为被并购的目标。[①] 价值低估理论提供了选择目标企业的一种分析思路，该理论能否得以有效应用的关键在于怎样正确评估目标企业的重置成本价值。但是在实践当中并不是只有价值被低估的企业才会成为被并

① 周家雷："试论当代西方的企业并购"，载《科学社会家》1997 年第 5 期。

购的目标企业，也并不是所有价值被低估的企业都可以成为被并购的目标企业，所以价值低估理论可能会因为适用范围的过于狭隘或不确定因素过多而受到质疑。

八、价值创造和价值转移理论

价值创造和价值转移理论认为，从并购涉及的存量价值和增量价值的角度，可以把并购的动因分为并购的价值创造动因和价值转移动因。根据该理论，企业并购的过程实际上就是并购企业和被并购企业之间存量价值的转移和增量价值的创造和分配的过程。其中的存量价值是指企业内部在并购阶段已经具备的价值，而增量价值是指通过并购所创造出的新价值。[①] 从广义的主体角度来讲，完整的企业并购价值运动过程所涉及的并购价值主体应该包括参与并购的所有利益相关者，即并购企业和被并购企业的所有内部相关者和外部相关者，其中内部相关者包括并购双方的股东、经营者和员工等，而外部相关者则包括债权人或其他有利害关系的第三方（譬如抵押权人等）、相关产业链上的供应商、消费者和政府等。

这种划分方式可以对上述几种并购动因理论分别做出解释。价值创造动因包括市场控制效应和规模经济效应等动因理论。这些动因往往倾向于从单方面强调某个或者某些生产要素在价值创造过程中的重要性。当把生产要素的范围从可分离要素扩展到不可分离要素以后，这些动因理论便被归为价值创造动因这一类中，这些动因理论共同的假设是并购能够创造价值，它们共同的结论是并购创造价值的根源在于生产要素效率的提高。其实通过价值量的对比可以发现，并购所转移的存量价值要远远大于并购所创造的增量价值，但是在价值分析时价值转移和价值创造往往不被区分，这便在无形之中加大了并购中价值创造的份额，从而

---

① 尹豪：《中国企业并购的价值研究》，河海大学技术经济及管理专业2006年博士学位论文，第31－35页。

夸大了并购的价值创造功能。

价值转移动因则包括资本集中效应、交易费用效应、低风险扩张效应、代理成本效应和价值低估效应等动因理论。当把并购企业的内部和外部的利益相关者均作为并购的价值主体进行考量时，我们可以发现，这一类动因理论主要研究的是广义的并购价值是如何在并购的价值主体，即内外部利益相关者之间进行转移的。以代理成本理论为例，该理论是从公司治理的角度来研究公司的所有者与经营者之间发生的价值转移的。价值转移动因所包含的这些并购动因并不涉及价值的创造，其认为并购实现的价值来源于企业存量价值的转移部分。

总之，在并购过程中，存量价值是增量价值的基础，没有存量价值的转移，并购就无法实现，从而也就无法创造出新的并购价值。所以，存量价值的转移是增量价值产生的必要条件，产生增量价值是转移存量价值的目的。① 而无论是存量价值的转移还是增量价值的创造，都体现了企业并购的目的，即获得价值、追求利润。

除了上述几类并购动因之外，企业并购还与税收制度（实现合理避税）、股票投机、中介机构的利益关联以及企业多元化等因素密切相关。一般而言，一起并购案例往往同时是上述几个方面的动因共同作用的结果。其实，企业并购的动因往往是复杂多样的，我们不必苛求适用某一理论对所有的企业并购都作出完全合理的解释，但是从这些不同的理论中，我们可以发现并购发生的内在本质，这样将有助于我们对并购有一个更为系统而深入的了解。

九、中国企业并购的特殊动因

我国企业的并购实践经过十多年的发展，无论是在并购规模上还是在并购形式上都有了新的突破。尤其是在资本经营和低成本扩张的诱惑和激

① 尹豪：《中国企业并购的价值研究》，河海大学技术经济及管理专业 2006 年博士学位论文，第 36、41 页。

励下，我国企业也掀起了一股企业并购的热潮。可以说，企业并购已经成为建立现代企业制度的重要手段之一。我国企业并购的具体动因与发达国家企业并购的动因有一些相同的方面，例如节约交易费用、实现规模经营、降低成本、降低风险等等。但是，与西方国家的企业并购动因相比，我国企业的并购动因具有其自身的特殊性，主要体现在以下几方面：

（一）政府的并购政策指导是我国企业并购的主要动因之一。我国很多企业都面临着亏损问题的困扰，与此同时，本着“并购替代破产”的原则，许多地方政府都制订了包括税收优惠政策等制度来促进并购。由此可见，政府在企业并购中扮演了重要的角色，发挥了重要的作用。然而在很多情况下，政府的不当干预使得并购代替了破产，从而将并购局限于强弱企业之间的联合，这在一定程度上必然影响企业并购的效果。从更深层次来看，这种政府导向动因还限制了市场这只“无形的手”的调节作用，这在一定程度上也影响了资源的自由流动。

（二）生产要素互补也是我国企业进行并购的重要动因之一。由于我国目前的生产要素市场仍旧不是十分完善，在资源等的获取方面仍有很多没有消除的壁垒，因而很多企业很难从市场上获得其所需的如土地使用权等某些关键性生产要素；而同时也有很多企业内部存在着生产要素闲置的情形，如此一来，一些企业存在着需求，而另一些企业存在着富余，这为双方通过互补实现生产要素利用的最大化提供了可能，因此通过并购来获取一些关键性生产要素便成为一种手段之一。这些关键性生产要素主要包括资金、技术以及原材料等。企业通过并购，可以拓宽融资渠道；通过并购核心技术资产，可以快速且低成本地获得核心技术，增强自身的竞争力；通过并购可以获取垄断性战略资源。这些对于我国很多经济实力不强又缺乏竞争优势的企业而言，往往是解决企业危机的重要手段。

（三）上市公司规模相对较小、股权结构不合理也是我国企业并购的常见动因之一。由于股市规模相对较小，因而股票市场发挥的作用就比较有限，其基本上不能完全具备成熟股市所固有的功效。而通过并购实现上

市公司的规模扩张，就可以在相对大的范围内更好地发挥股票市场的作用，实现企业资源的优化配置。另外，由于我国公司国有股所占比例过于集中，导致许多公司的股权结构都不合理，因而为了完善公司的治理结构，很多公司也都通过并购的方式对其公司的股权结构进行改善。

从上述我国企业并购的特殊动因分析可以看出，我国的企业并购既有来自于企业自身的内在驱动原因，也有来自于企业外部的推动原因。这其中的很多动因都导致我国企业的并购有不少仍停留在较低层次，这需要引起我们的注意。另外，从企业的并购历程来看，企业的并购大致上经历了横向并购、纵向并购、混合并购和归核化并购四个由低级到高级的阶段。所谓归核化并购是指企业围绕其核心竞争力进行相关并购，属于企业并购活动的最高境界。核心竞争力理论引发了对企业基本价值观的重新考量，并且从更深远的角度进化了企业的发展战略观，因此这一理论对于企业的长远发展具有深远的战略意义，值得我国企业借鉴和研究。①

第三节　企业并购的基本类型

按照不同的标准可以将企业并购划分为不同的类型，下面将对企业并购的几种常见类型进行介绍和分析。通过对企业并购基本类型的了解可以从宏观角度对企业并购有更深一层的理解，从而根据不同的并购类型并结合企业的自身情况作出具有可操作性的规划。

一、企业合并、股权收购和资产收购

根据前述并购的概念可知，并购一词实质上涵盖了兼并和收购两个概念，其中兼并一般是指企业合并，而收购则又可以分为股权收购和资

① 于兆吉："我国企业并购的动因及存在问题的探讨"，载《财经问题研究》2002年第12期。

产收购。企业合并是指一个企业通过产权交易等方式获得其他两个或者两个以上企业的产权而非仅仅控制权，使这些被兼并企业的法人资格丧失，其资产和责任都由兼并企业或者新成立的企业予以承担的行为。

下面将重点论述上市公司的股权收购和资产收购。根据上市公司并购中标的的不同以及上市公司参与并购的主体地位和作用的不同，可以将上市公司收购分为股权收购和资产收购。

（一）股权收购

股权收购是指以上市公司本身为标的，发生在上市公司股东层面的收购，具体表现为不同比例、不同方式的上市公司股权的购买、出售以及置换等行为。根据我国《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》、《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等现行相关规定，按照并购股权在上市公司股权中所占比例的不同以及并购股权对上市公司控制权的影响，上市公司股权收购基本上又可以细化为三个监管级别：上市公司股权收购、上市公司5%以上股权收购以及上市公司5%以下股权收购。下面仅对前两者进行简单介绍。

1. 上市公司股权收购

上市公司股权收购是指收购者通过证券交易所的股份转让活动持有一个上市公司的股份达到一定比例，或是通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定的比例，从而导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。上市公司收购的核心是目标公司控制权的转移。这种控制权的转移除了可以通过股份转让的方式实现外，还可以通过股权委托管理协议或者其他方式来实现。需要注意的是，进行上市公司收购的收购人，不得负有数额较大的债务，到期未清偿，且处于持续状态；最近3年无重大违法行为，没有涉嫌重大违法行为；最近3年无严重的证券市场失信行为；收购者如果是自然人，还需要符合《公司法》规定的担任董事和高级管理人员的资格。

2. 5%以上股权收购

5%以上股权收购是指上市公司股东发生5%以上的权益变动，但并

未达到上市公司控制权变化的，股权买卖双方均应该按照《上市公司收购管理办法》（以下简称《办法》）履行信息披露义务并办理相关的手续。根据该《办法》，因权益变动导致上市公司股东获得或者可能获得对一个上市公司的实际控制权的，收购人应该向中国证券监督管理委员会报送上市公司收购报告书，同时抄报上市公司所在地的中国证监会派出机构，抄送证券交易所，通知该上市公司，并做出公告。

（二）资产收购

资产收购是指以上市公司所拥有的资产为标的，在上市公司与其他企业之间发生的不同比例、不同方式的资产购买、出售以及置换等行为。在这里，我们首先需要对“资产”的范围进行界定。资产并购中的“资产”是一般意义上的物还是整体资产和运营资产，这是并购领域经常讨论的问题。在投资者眼中，并购交易的目标并不是简单的资产集合，而是企业和业务；而《外国投资者并购境内企业的规定》所规定的资产也不是一般买卖意义上的资产，而是指具有投资意义的不同财产权利和义务的集合，在实践中，通常把这种资产称为整体资产或者运营资产。确认是否属于并购意义上的资产可以用以下几个方面作为参考：其一，资产本身是否具备生产资料的基本要素；其二，资产与生产经营能力之间的关系是否密切；其三，资产交易的金额大小。另外，《外国投资者并购境内企业的规定》没有对并购的资产进行详细的规定，而目标企业的一些特殊资产，诸如特许经营权、人力资源以及土地使用权等，往往可能会因为其性质上的特殊性而在实际操作中产生争议，因而对目标企业的这些特殊资产也应予以重视，在进行资产并购过程中有必要从生产资料的基本要素以及生产经营能力的角度，对这些特殊资产进行考察和评估。①

根据我国《公司法》、《证券法》、《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》、《上海证券交易所股票上市规则》、《深圳证

---

① 吴伟央、贺亮、邸智源：《跨国公司并购法律实务》，法律出版社，2007 年版，第 92 - 95 页。

券交易所股票上市规则》等现行相关规定，按照收购资产占上市公司资产比例的不同以及收购资产对上市公司资产数量和质量的影响，上市公司资产收购基本上也可以划分为三个监管级别：重大资产收购（50%以上，含70%以上的特别重大资产收购）、一般资产收购（10%以上，50%以下）以及10%以下资产收购。下面仅对前两者进行简单介绍。

1. 重大资产收购

上市公司重大资产收购是上市公司重大购买、出售和置换资产三种情形的总称。根据《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》的规定，重大资产收购是指达到下列标准之一的情形：其一，购买、出售、置换入的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并报表总资产的比例达50%以上；其二，购买、出售、置换入的资产净值（资产扣除所承担的负债）占上市公司最近一个会计年度经审计的合并报表净资产的比例达50%以上；其三，购买、出售、置换入的资产在最近一个会计年度所产生的主营业务收入占上市公司最近一个会计年度经审计的合并报表主营业务收入的比例达50%以上。上市公司在12个月内连续对同一或者相关资产分次购买、出售、置换的，以其累计数计算购买、出售、置换的数额。上市公司实施重大资产收购的交易行为应当符合四个方面的要求：第一，实施本次交易后，公司具备股票上市条件；第二，实施本次交易后，公司具有持续经营能力；第三，本次交易涉及的资产产权清晰，不存在债权债务纠纷的情况；第四，不存在明显损害上市公司和全体股东利益的其他情形。这四个条件是中国证监会以及审核委员会审核一项重大资产收购时是否批准的重要依据。

2. 一般资产收购

一般资产收购是指上市公司收购、出售、置换资产的比例达到规定的标准，应当及时披露的收购行为。重大资产收购与一般资产收购相比，前者收购的比例和规模都比较大，而且对上市公司的影响也比较大。因此，重大资产收购比一般资产收购要多出两道程序，即股东大会的批准和中国证监会的审核，而特别重大资产收购还要多出一道程序，即中国

证监会审核委员会的审核。①

二、横向并购、纵向并购和混合并购

根据并购的不同功能以及并购所涉及的行业关系，可以将并购划分为横向并购、纵向并购和混合并购三种类型。

（一）横向并购

横向并购是指生产相同或者相近产品的竞争对手之间的并购，例如生产相同或者相似产品的企业之间或者是销售具有竞争关系的产品的企业之间的并购。横向并购的主要目的就是消灭竞争对手，扩大市场份额，从而实现企业的横向一体化，增加垄断实力，形成规模效应，以追求最大利润。横向并购的结果往往是优势企业吞并弱势企业而组成了横向的巨型企业，导致了资本在同一生产销售领域的集中，企业的生产规模得以扩大，经济实力得到了增强。横向并购在美国第一次并购浪潮中得到了充分的体现。

目前，我国很多行业都存在着企业规模过小等问题，各个行业谋求发展的实际需要以及我国在法律和政策层面对横向并购的一定程度的支持，使得我国近些年来的企业横向并购发展的十分迅速，例如长虹并购黄河电视等，对我国企业的发展和壮大以及产业结构的调整发挥着重大的作用。当前，许多发达国家为了抵御外来的强大竞争压力和抢夺市场以保持其在市场上的垄断地位，也纷纷开始采取横向并购的模式，例如世界通讯公司并购 MCI 公司就是很好的实证，这使得横向并购在继世界第一次并购浪潮之后有了复兴的趋势。

横向并购之所以成为受到企业青睐的并购模式，是因为其具有以下几方面的优点：其一，横向并购有利于企业获取被并购企业现成的生产设备、厂房等资产，从而可以在比较短的时间内培养企业的生产能力，

---

① 关景欣：《公司并购重组操作实务》，法律出版社，2007 年版，第 53－59 页。

为提高企业的市场份额提供了有利条件，增强了企业的竞争实力；其二，横向并购有利于并购企业实现规模经济，从而提高企业的集中程度；其三，横向并购有利于企业通过规模经济降低产品的生产成本，从而可以为企业带来更多的经济效益，并且可以增强企业抵御风险的能力；其四，横向并购最终有利于企业形成市场垄断，提高企业的利润。

虽然横向并购具有上述优点，但是其缺点也是显而易见的。首先，随着并购企业规模的扩大，企业内部的运行成本也随之增加。当企业的规模达到一定程度时，企业运行成本的增加额可能会达到甚至超过企业产品成本的减少额，在这种情况下就会导致企业的规模不经济。[①] 其次，横向并购完成后企业的管理幅度会加大，需要一定的时间和资金进行磨合，这会造成企业管理难度加大并在一定程度上影响企业的整体经济效应。另外，横向并购以后产品的大规模生产往往容易导致供过于求而使产品积压，这也会造成企业经营难度的加大。横向并购除了上述对企业自身所带来的问题以外，还对市场竞争十分不利，并且可能会引发社会问题。横向并购对市场竞争的破坏效果主要表现在过度并购造成市场过于集中，进而容易导致企业间形成共谋；过度并购容易导致企业独占市场，从而对市场竞争造成限制等方面。横向并购的这些问题如果不能得到有效的处理和解决，势必会使横向并购的效果大打折扣，而且会使横向并购的企业遭遇反垄断法的限制。

（二）纵向并购

纵向并购是发生在同一产业上下游企业之间的并购，即一个企业将与本企业生产链密切相关的生产或营销企业并购，这些企业之间并不是直接的竞争关系，而是产品供应商和产品需求商之间的关系。纵向并购在美国第二次并购浪潮中得到了充分的体现。纵向并购在我国尚处于起步阶段，而且往往集中在钢铁和石油等能源和基础工业行业。因为这些行业的原料成本对行业效益的影响比较大，所以这些企业期望通过纵向

---

① 王妮、钱小丽：“企业横向并购的效益评价与管理”，载《冶金经济与管理》2002年第6期。

并购实现内部化，来加强企业业务链的整体优势。

通过纵向并购活动，并购企业可以控制某行业生产和交易的整个过程，然后通过内部控制与协调，使企业大量的生产交易内部化，从而一方面可以节约交易费用，获得经济效益，另一方面还可以避免因外部化交易而出现的市场失灵的问题；纵向并购可以解决由于专业化而带来的技术问题，确保产品的稳定供应；另外，纵向并购还可以避免横向并购容易遭遇的反垄断法限制的问题，从而使得企业在相关行业市场的整体范围内有效实现纵向一体化。经济学家威廉姆斯认为，在给定有限理性和机会主义条件下，所需资产的专用性越高，所包含的不确定性越高，就越证明了建立一个系统来内部化这些成本是正确的，因而就越可能发生纵向并购。但纵向并购最主要的缺点就是管理成本的上升，对于这一点，企业在并购之前需要慎重的考虑。

（三）混合并购

混合并购既不是竞争对手之间的并购，也不是现实或者潜在的客户或者供应商企业之间的并购，而是发生在不同行业的企业之间的并购。混合并购的目的主要在于分散风险，寻求稳定的市场地位。在面临日趋激烈的竞争压力的情况下，我国有一些企业希望通过混合并购的模式来实现企业的多元化发展格局，从而一方面开辟了本企业从单一产业进入其他行业的便捷和有效途径，另一方面也降低了企业的总体风险。

混合并购一般来说分为三种形态，即产品扩张型并购、市场扩张型并购和纯粹的扩张并购。产品扩张型并购是指一家企业以其原有的产品为基础，通过混合并购进入到相关产品的市场上，从而达到该企业扩大经营范围，增强销售能力的并购目的。市场扩张型并购是指一家企业为扩大其竞争区域而向其尚未渗透的地区生产同类产品的企业所进行的并购。纯粹的扩张并购是指那些生产和经营方面基本没有任何联系的企业之间发生的并购，而这种并购也可以说是真正意义上的混合并购。[1] 美

① 江逊："企业并购模式的分析与选择"，载《消费导刊》2008年第8期。

国发生的第三次并购浪潮便是混合并购的典型代表。

混合并购是实现企业多元化经营的一种方式。一般情况下，当一家企业的主要业务发展到比较大的规模的时候，该企业很可能会在其已有市场上形成垄断地位，进而容易受到反垄断法的规制。在这种情况下，由于该企业已经具备了雄厚的资金实力和先进的无形资产优势，因此也就有实力扩展企业的市场，这往往是混合并购发生的前提和基础。企业通过向本企业的非主导行业投资或者开辟新的业务部门，在提高企业知名度的同时，可以减少企业的经营局限性，进而分散企业的市场风险。由于混合并购往往发生在没有直接业务关系的并购企业和目标企业之间，因而在一般情况下不会对竞争造成限制或者形成垄断，所以混合并购往往也不会成为反垄断法所针对的主要对象。

（四）横向并购、纵向并购和混合并购的选择

企业并购实际上是一种高风险的交易行为，在实际操作中需要把多种因素综合起来考虑，因此具有很大的复杂性和不确定性。在很多情况下，如何在横向并购、纵向并购和混合并购三种模式中进行选择，是企业需要首先解决的问题。

首先，企业需要对自身的发展情况和经营实力以及本行业的发展情况有一个客观全面的了解，在这个基础上才能针对企业自身的特点并结合所在行业的特点选择适宜的并购发展模式。以前文所述美国历史上的前三次并购浪潮为例，美国发生第一次并购浪潮的时候，很多企业都是为了适应工业化初期扩大企业规模的需要，而选择了横向并购的方式进行企业结构的改革；在美国第二次并购浪潮中，很多企业都通过实施纵向并购来控制产业链，用以巩固企业的市场地位，这符合当时工业化中期的经济时代背景；随着美国企业的不断成长和成熟以及行业的不断发展，以混合并购为主要模式的第三次并购浪潮发生了，这次并购浪潮是企业在自身具备一定实力和产业发展到一定阶段的必然选择。由此可见，采取何种并购模式需要企业对自身以及所在行业和时代背景作出一个准确的评估和判断，在此基础上的企业并购模式选择才可能具备一定的合

理性。

另外，在并购模式的选择过程中，企业还需要对不同并购模式的并购风险和成本作出评估，并将其与并购的可能收益进行比较，从而根据成本最小化、利益最大化的原则对企业的并购模式作出合理的选择。在进行并购的过程中，各种因素的不确定性都可能会加大企业并购的风险或者提高企业并购的成本，在这个时候企业需要将不同的并购模式进行比较，对各种并购模式必然或者可能遇到的各种问题进行综合预期，例如横向并购可能受到反垄断法限制的问题，纵向并购可能会提升企业管理成本的问题以及混合并购可能会对企业绩效带来的负面影响等问题都需要纳入企业考虑的范围。总之，要尽量以一种准量化的方式计算出各种并购模式的直接和间接成本以及短期和长期风险，并且还要对各种并购模式的预期收益进行评估，最后再根据预期收益与风险和成本之间的关系作出适合企业发展的选择。

三、善意并购和敌意并购

根据目标公司经营者与收购者的合作态度可将并购分为善意并购和敌意并购。

（一）善意并购

善意并购是指并购企业与目标企业进行事先协商，征得目标企业同意并且对并购条件进行谈判，最终达成一致意见而完成并购活动的并购模式。西方将善意并购者形象地称为“白衣骑士”，因为这种并购模式有利于并购企业和目标企业之间进行充分的信息交流与沟通。

但是善意并购也具有明显的缺点：首先，善意并购建立在并购企业与目标企业进行友好协商的基础上，在这种情况下，由于并购价格的确定缺乏规范的依据和参照，加之其还具有很多的不确定因素，因而很可能会对交易的一方造成不利的影响，例如被并购企业基于企业经营状况不佳、资金流转不畅等多种原因而被迫接受并购企业的并购条件并承诺

给予协助。善意并购很多时候都是由并购企业掌握着并购的主动权，这样一来很可能使被并购企业牺牲部分利益。相反，在有些时候也可能是被并购企业掌握着善意并购的主动权，这种情况下就可能会使并购企业牺牲部分利益。其次，由于善意并购需要建立在交易双方协商的基础上，因此很可能导致谈判过程漫长拖沓，这会在一定程度上会使并购失去部分价值和效率。

（二）敌意并购

敌意并购是指并购企业事先并未与目标企业协商，而是在目标企业管理层对其并购意图不清楚或者对其并购行为持反对态度的情况下，直接突然向目标企业提出公开并购要约的一种强行并购行为。西方将敌意并购方形象地称为“黑衣骑士”。

敌意并购的优点是时间短、节奏快、容易控制成本，而且敌意并购的存在可以促使目标企业重视每一次与并购企业谈判的机会。另外，敌意并购还可以对目标公司产生一定压力，从而对目标公司的治理具有一定程度的积极影响。其实在敌意并购模式刚刚出现的时候，很多人对它的评价并不是很高，因为有不少人都对这种偷袭公司的行为感到反感。但是后来有不少经济学者开始认真分析敌意并购的作用，并提出敌意并购有助于监督和敦促企业经营者，从而有利于解决由于所有者与公司控制权的分离而产生的企业代理成本的问题。这一积极评价证明了企业敌意并购的合理性及其对公司治理所具有的积极影响。

敌意并购的缺点则主要表现在：其一，敌意并购模式不需要并购企业与被并购企业的董事进行协商，而是并购企业直接向被并购企业的股东发出股份收购要约，因而在这种情况下，股东们的利益往往会受到很大程度的影响。其二，在敌意并购模式下，并购企业通常很难较全面准确地获得目标公司在实际运营方面以及财务会计方面的资料，这在很大程度上会对企业的估价造成困难。其三，在敌意并购的情况下，由于被并购企业的多方利益可能受到损害，因而其往往可能会给并购设置壁垒甚至是采取反并购措施，所以可能会导致并购的成功率比较低。其四，

敌意并购不与目标企业协商而直接强行并购目标企业的做法会影响到股票的价格，造成股市波动，在很大程度上会给证券市场带来不良影响，甚至可能造成经济秩序的混乱。

四、协议并购和要约并购

根据并购交易途径的不同，并购可分为协议并购和要约并购。

（一）协议并购

协议并购是由收购公司与目标公司的管理层或者股东大会通过反复协商谈判而达成收购协议，经股东会同意后，按照协议规定的收购条件、收购价格、收购期限以及其他事项收购目标公司股份的交易方式。协议并购必须事先与目标公司的管理层或者股东达成书面转让股权的协议，它也是国际上公司收购所普遍采用的方式之一。1994 年4 月29 日，我国上海证券报刊登了上海建筑材料（集团）总公司将其所持有的上海棱光实业有限公司1200 万股的股份转让给珠海经济特区恒通置业股份有限公司的公告，首开上市公司国家股以协议方式进行转让的先例。①

就我国现行协议并购的情况来看，其目标可以是上市公司也可以是非上市公司，既可以是股份有限公司也可以是有限责任公司，甚至可以是其他类型的企业；并购行为的客体既可以是股份，也可以是企业全部、部分资产，还可以是营业性权益。需要说明的是，上市公司协议并购的协议是由收购方与被收购方在场外签订的，但是其实质上是一种场外的非公开交易方式。这种场外进行的非公开的交易方式决定了协议并购具有以下优点：其一，收购成本低，因为协议并购的收购价格一般是以每股净资产数为基础的，且不在证券交易所内进行，不必交付任何佣金或者费用；其二，协议并购可以在较短时间内取得公司控制权，成功率比较高。因为协议并购可以在一次交易中迅速直接的完成股权的变更，程

① 罗志文、望开雄、董寒冰、焦维：《上市并购法律实务》，法律出版社，2007 年版，第28 页。

序上十分简单和灵活；其三，协议并购可以减少证券市场的股价波动。因为协议并购是在场外进行的，不会对二级市场的股票价格造成直接影响。可以说，协议并购是投资者收购上市公司股份，获得公司控制权的一种十分便捷有效的方式。

尽管协议并购具有上述优点，但是在协议并购的情况下还是有几个问题需要引起我们的注意。首先，在协议并购的实际操作过程中经常会存在信息披露不充分和不规范的情形，这会对小股东利益产生不利影响。实践中大部分并购协议达成后一般只公告并购协议的主要内容，但对收购人的情况和收购的目的却往往不作披露或者是不作真实披露。因此当收购者企图利用协议并购的方式与目标企业建立某种非正常股东关系，通过大量内幕交易和操纵市场的行为来对目标企业牟取暴利的时候，往往会对小股东的利益造成损害。在这种情况下，小股东可以依据控股股东的信托义务来维护自己的利益。其次便是协议并购的定价问题，这也是我国协议并购中争议最多的问题。由于我国目前的法律没有对协议并购的定价规定一个量化的标准，加上协议并购的非公开性以及因人而异的收购条件，使得实践当中缺乏规范的操作性指导。

（二）要约并购

要约并购是指收购方通过向目标公司管理层和股东公开发出购买该公司全部或者部分股份的并购要约的书面意思表示，并按照其依法公告的并购要约中所规定的并购条件、并购价格、并购期限及其他规定事项，收购该公司股份的行为方式。其中要约是指收购方向被并购公司股东发出的，表示其愿意按照要约条件购买被并购公司股东所持有的被并购公司股份的一种书面意思表示。

我国《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》都建立了强制要约收购制度，即规定通过证券交易所的证券交易，当投资者持有一个上市公司已发行股份的30%时，要继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出全面收购要约或者部分收购要约。当持有上市公司股份达到90%以上时，收购人负有强制性要约收购的义务。值得注意的是，

我国《证券法》规定的要约收购，既包括了向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，即全面收购要约；也包括了向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约，即部分收购要约。这是我国首次在法律上规定部分要约收购的存在。

与其他收购方式相比，要约并购不需要事先征得目标公司管理层的同意，具有确定性高，风险程度低的特点，是成熟的证券市场中运用较多的股权收购方式。但是，由于要约并购的价格一般是以二级市场的股价为基础而略高于股价，因此从并购成本方面考虑其可能会比协议并购要高；而且，要约并购的周期比协议并购也相对要长，还需要多次进行公告，这容易导致股价随之上涨，最终也会增加收购的成本和难度；另外，由于我国很多公司非流通股的股权分布过于集中，这也加大了通过要约并购流通股获取公司控制权的难度。

五、现金支付型并购、换股型并购、资产置换型并购和债权、债务承担

根据收购者对目标公司的支付手段，并购可分为现金支付型并购、换股型并购、资产置换型并购和债权、债务承担。①

企业并购的支付并不仅仅是简单的现金支付或者股票转移的问题，其还涉及双方的财务状况等，因而并购支付方式选择的是否适当，不仅关系到并购计划能否顺利实现，而且还会显示出不同的并购信息价值。在实践中，企业并购的支付方式是多种多样的，常见的有现金支付方式、换股方式、资产置换方式以及债权、债务承担方式等。在实际操作中需要根据并购的具体情况来选择合适的并购支付方式。

（一）现金支付型并购

现金并购顾名思义，是指并购企业向目标企业股东支付一定数额的

① 张远忠：《外资并购国有企业中的法律问题分析》，法律出版社，2004年版，第89页。

现金而取得目标企业的所有权。而根据支付现金的方式或者时间的不同，现金并购还可以细分为几种不同的支付类型，其中有一种是递延支付型并购，这种支付方式是指并购企业借助票据来作为其对目标企业或者目标企业股东的支付方式。递延支付型并购相比于一般的现金支付具有明显的优点，即其通过给付票据可以缓冲并购企业现金短缺的压力，使得并购企业可以利用目标企业在并购之后带来的现金收入来偿还其所支付的票据。

现金支付型并购具有其独特的优点，主要体现在：1. 现金支付型并购是一种比较快捷简单的收购方式，而这种便捷尤其适合于敌意并购。这有三方面的原因，第一，排挤竞争对手。现金支付型并购可以使得竞购的对手企业或者潜在的对手企业因为一时之间难以筹措大量的现金而无法与其竞争；第二，迫使目标企业束手就擒。现金支付型并购可以使并购企业的并购准备工作悄悄进行而不被外界所知，从而使得有敌意情绪的目标企业在突然面临并购之时措手不及而无法防范；第三，速战速决。现金并购在估价方面相对简单，这样可以减少并购企业的决策时间从而避免时机延误而造成的损失。2. 现金支付型并购一方面确保了并购企业对目标企业的控制权，另一方面也确保了目标企业的股东获得支付价值的稳定性。目标企业的股东虽然一旦收到现金，就相当于将自己的权利转让给了并购企业而失去了其对目标企业的任何权益，但是由于现金除了利率变动之外，几乎不存在其他的价值变动风险，其不会受到市场等因素的影响，所以可以确保目标企业的股东所获得的支付价值基本上是确定不变的。对于并购企业而言，现金支付型并购不会使被并购企业的原有股权结构发生变化，从而也就不会产生公司控制权的转移危机。

现金支付型并购的缺点也是不容忽视的。对于并购企业而言，现金并购往往意味着其不得不承担比较重的经济负担，并购企业可能需要为此承担高息债务，甚至有可能因现金流转不畅而产生经营方面的困难。对于被并购企业而言则面临着所得税加重的负担。但是无论如何，随着金融工具的不断创新，纯粹的以现金支付方式实现的并购已经越来越少

了。

（二）换股型并购

换股型并购是指并购企业和目标企业按照一定的比例置换彼此的股票，实现对对方的控制权，从而通过这种方式实现并购的目的。目标企业的股东以其净资产、经营状况以及发展前景等因素作为依据考虑其折股比例，作为投入的价金。在这种支付方式下，目标公司要么成为并购公司的子公司，要么被终止。换股型并购具体还可以分为三种：其一，增资换股，又称发行新股换股，是指并购公司通过发行新股的方式来替换目标企业的股票；其二，库存股换股，是指并购公司用其库存的股票来替换目标企业的股票；其三，母公司与子公司交叉换股，是指并购企业、并购企业的母公司以及目标企业之间都存在换股的三角关系，这种情况下，目标企业要么终止，要么成为并购企业的子公司，要么成为并购企业母公司的子公司。在规模巨大的并购特别是巨额恶意并购中，当并购企业对并购后成立的新公司信心不足时，多采用换股型并购的方式。

换股型并购相比于现金支付型并购的优点主要可以体现在以下几方面：第一，对于并购企业而言，换股并购以股票为支付工具，从而减轻了并购企业用现金支付的压力，而且使得并购企业在很大程度上不必囿于并购所需的资金规模的限制，因而在交易中有更大的余地。第二，对于目标企业而言，换股型并购使得目标企业无需承担现金支付所产生的所得税过高的负担。第三，对于目标企业股东而言，其不会失去相应股份的所有权，只不过这种所有权转移到了并购后的企业里，使他们成为并购后企业的新股东，从而可以分享并购后新企业所实现的价值增值。

换股型并购存在的缺陷主要表现在：并购企业的原有股权比例将会改变，这可能会稀释原并购企业股东的所有权，甚至可能使原有的股东丧失对并购后的企业的控制权，发生所谓逆向并购，即被并购的企业股东通过上市企业所发行的新股票取得了对上市企业的主导性控制权；其次，股票收购活动经常会引来投机者的套利，他们抬高目标企业的股价，打压并购企业的股价，以便从中获利，这种情况必然会导致收购方收购

成本增加，进而加大并购的难度；再者，使用股票支付方式，会稀释股权和每股收益，导致收购方股价下滑。还有，股票发行要受到监管部门监督及其所在证券交易所上市规则的限制，发行手续繁琐，这可能会延误并购时机，增加并购的效率成本，还可能给怀有敌对情绪的目标企业组织反并购提供了准备时间，同时也使竞购对手有机会筹划组织参加竞争，这同样也会加大并购的难度。①

（三）资产置换型并购

与换股并购同一道理，资产置换并购是指上市公司控股股东以优质资产置换上市公司的呆滞资产，或以主营业务资产置换非主营业务资产等情况，包括整体资产置换和部分资产置换等形式。资产置换后，公司的产业结构将得以调整，资产状况将得以改善。其实简单地说，资产置换并购就是企业用一定的资产并购目标企业等值优质资产的产权交易，属于资产并购的一种特殊形式。这种方式如果运作成功，则可以实现两方面的目的，一方面资产置换并购可以将被并购企业的优质资产植入并购企业；另一方面，还可以将并购企业原有的不良资产、低盈利资产置换出去，从而实现企业资产的双向优化。

（四）债权、债务承担

债权、债务承担通常是当目标企业的资产等于债务时，并购企业接受目标企业的资产并承担目标企业的债务，从而实现零成本并购，因此债权、债务承担又称零成本并购。这种并购形式的对象往往是那些净资产比较低而且经营状况不佳的企业。地方政府往往对这种模式的并购规定了优惠措施，目的是为了鼓励优势企业零成本并购亏损企业并安置企业职工。从表面上看这种收购方式使得并购企业无需支付大笔资金即可实现并购，但实际上被并购企业的资产往往由于各种原因而低于其所负债务，因而在策划以债权、债务承担方式并购目标企业的时候需要对目标企业的具体情况尤其是资产状况进行详细全面的评估。

---

① 李龙：《我国上市公司换股并购问题研究》，西南财经大学会计学专业博士毕业论文，第 17 页。

六、杠杆并购和非杠杆并购

根据并购的资金来源可将并购分为杠杆并购和非杠杆并购。

（一）杠杆并购

杠杆并购是一种全盘收购公共企业的方式，它是指并购企业通过信贷所融资本获得目标企业的产权，并以目标企业未来的利润和现金流量来偿还负债的收购方式。由于杠杆并购可以把目标企业的资产用于抵押，并以目标企业的名义发行债券，将所得到的资金用于偿还并购资金，所以说，并购企业只需要以较小的代价就可以并购一个比自己大得多的企业。由此可见，杠杆并购使得小鱼吃大鱼变成了可能。

与其他的并购融资方式相比，杠杆并购具有如下特征：其一，能够减轻并购企业的资金压力，并购企业用于并购的自有资金远远低于并购总资金的数额，并购企业只需要投入少量的自有资金就可以获得较大金额的贷款用以并购目标企业，这些贷款可能来源于金融机构、信托基金甚至是个人；其二，并购企业用以偿付贷款的款项来源于目标企业的资产或者是现金流量，而且贷出并购资金的债权人只能向目标企业要求偿还。在实践中，贷出并购资金的债权人往往在目标企业的资产上有担保，从而用以确保其优先受偿地位。这一点也是杠杆并购与一般并购最主要的不同，因为对于一般并购而言，大多数都是由并购后的企业承担目标企业的债务。

我国目前实践中已经出现了杠杆并购的模式。1997 年 3 月，海尔集团并购广东爱德电器集团的洗衣机厂就采用了杠杆并购的模式：其先将洗衣机厂原来的债务剥离，由爱德集团承担，再将洗衣机厂改组为顺德海尔集团电器有限公司，海尔持有该公司 60% 的股份，实行控股，但海尔集团并没有马上投入其控股所需要的 2928 万元资金，而是作为其向顺德海尔有限公司的借款，在产品生产出来以后，分三年三次用海尔集团持股所分得的利润等额进行偿还。但是我国在这一方面并没有明确的法

律规定，而且我国企业如果进行杠杆并购融资还会受到金融制度的制约：一方面，我国的资本市场内部结构失衡，股票市场强大而债券市场偏弱，再加上企业债券在整个债券市场中所占的规模一直很小，导致资本市场根本不能很好地起到优化资源配置的作用，因而无法解决企业并购融资的问题；另一方面，杠杆并购能否顺利进行并最终取得成功的关键在于是否能在金融市场上获得所需资金，但我国商业银行在面临杠杆并购融资提供抵押贷款的巨大风险时，因为有限的风险控制能力及其在资金运作和管理及资本的规模和使用上所受到的严格控制，根本无法为企业进行杠杆并购提供大量的融资。[①] 因此尽管杠杆收购方式具有一些比较明显的好处，但要想在我国很好地利用杠杆并购的优势，还是有一些亟待解决的问题的。

（二）非杠杆并购

非杠杆并购与杠杆并购的主要不同在于，并购企业不用目标企业的自有资金及营运所得来支付或担保并购价金的收购方式。早期并购风潮中的并购形式多属于此类。但非杠杆并购并不是意味着并购公司不用举债即可负担全部的并购价金，在实践中，几乎所有的并购都是利用贷款完成的，所不同的只是借贷数额的多少而已。

七、间接并购和直接并购

外国投资者并购境内企业的主要方式可以分为间接并购和直接并购。

（一）间接并购

间接并购是指外资收购方通过其本身或者拥有实际控制权的关联方在境外购买上市公司的控股公司或者是主要持股公司持有的该上市公司股权，从而达到实质上控制该上市公司目的的一种收购方式。

---

① 郑涛："杠杆收购在我国的应用研究"，载《现代商贸工业》2007 年第 8 期。

（二）直接并购

直接并购是指外资收购方通过各种并购手段直接控制上市公司股权的一种收购方式。在允许合格的外国机构投资者（QFII）投资A股市场的政策出台以前，外国投资者投资中国证券市场的品种仅仅限于B股、H股、S股和N股等，因而外资收购要想采取协议收购流通股的方式来达到直接控制上市公司股权的目的，一般只能从B股、H股等外资股开始。但实际上发行B股和H股等外资股的公司在上市公司的总数中所占的比例很小，而且B股和H股占其公司总股本的比例往往也都比较小，因而在当时外国投资者想要通过协议收购流通股的方式来达到直接控制上市公司股权的目的具有比较大的难度。2005年5月中国证券市场开始推行的“上市公司股权分置改革”，使得上市公司股权逐步实现了全部流通，从而逐步实现了中国国内资本市场与国际资本市场的接轨。2006年1月出台的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》给外国投资者在QFII方式的基础上直接投资国内A股市场提供了合法的依据，从而丰富了我国外资并购的种类。

外资直接并购可以采取多种方式进行，包括前面提到的要约并购和协议并购，以及增资控股式收购，以参与国有资产债转股的方式进入上市公司，以融资方式参与管理者收购等方式。所谓增资控股式收购是指针对那些同时发行A股和B股或者A股和H股的上市公司，外商投资者通过上市公司向其定向增发的方式来增持B股或者H股，以最终达到参股或者控股的目的。这种定向增发的方式与股权协议买卖相比显得更为宽松，在实际操作中既易于实施，又便于监管。在由四大国有资产管理公司所掌握的庞大资产中，大量的不良债权最终都将通过债转股的方式来处理，因此，在以参与国有资产债转股的方式进入上市公司的过程中，对于那些允许外资进入的产业领域，外国投资者可以通过购买或是承接债权的方式进入到上市公司，并由债权人牵头对上市公司进行重组。所谓以融资方式参与管理者收购，是指外国投资者可以通过为管理层提供融资的方式来帮助上市公司的管理者完成对该上市公司的并购，然后再

通过控制管理者的方式来实现对上市公司的控制。①

第四节　企业并购的作用

一般而言，当经济发展到一定水平时，某些行业就会出现集中的趋势，在这种情况下，企业要继续发展壮大主要有两个途径：其一是通过内部投资新建的方式来扩大生产能力；其二是通过并购获得行业内原有的生产能力。两者相比较而言，后者的效率往往更高。因为企业通过并购可以有效地降低进入新行业或是新领域的壁垒，也能够大幅度降低企业发展的风险和成本，从而帮助企业有效占领市场。

企业并购是伴随着市场经济的发展而出现的一种复杂的经济现象，它产生于自由竞争的资本主义向垄断资本主义过渡的时期，而且随着企业生存市场的不断扩大和经济的不断进步，企业并购发展成一种对企业经营发展最有影响力的企业行为，越来越成为企业产权交易和控制权转移的重要形式，以及企业发展和产业升级的重要手段。可以说，企业并购对各利益相关者都有着深刻而又直接的重大影响。

一、有利于迅速扩大企业规模，提高企业的核心竞争力和影响力

对企业而言，扩大公司的规模和产能，降低成本从而强化企业的竞争实力的途径主要有两个：其一是增量方式，即通过投入大量的资金，建设新的生产线或者进行技术上的改造等形式；其二是存量资产的重新配置，即通过企业并购重组来扩大企业的规模和产能，进而实现企业竞争力的强化。第二种途径的优点主要在于投入相比较于第一种途径来说

① 李志强：《跨国并购法律实务》，上海远东出版社，2007 年版，第 3 - 5 页。

较少的资金，可以在较短的时间内扩大企业的生产和经营能力，并能够在降低经营成本、打倒竞争对手的同时扩大企业的经营规模以及市场规模。

具体而言，企业竞争力和影响力的提高主要得力于并购对企业以下几个方面的影响：

（一）在“快鱼吃慢鱼”的时代，并购的时效性优势使得企业可以以更快的速度把握进入市场的时机，更快地掌握分销渠道，从而有效地应对市场竞争的加剧，应对产品生命周期的缩短。对于并购企业而言，并购可以利用被并购企业的现有资金资源，如被并购企业的现有厂房设备等，从而快速地实现市场的占领和产品的扩张。除了被并购企业的现有资金资源以外，并购企业还可以充分利用被并购企业的人力资源、技术资源、经营管理资源以及客户资源等迅速占领市场并提升自身的实力。在这一过程中，节省了人力资源的获取和培训时间，节省了技术资源的初步研发时间，节省了经营管理资源的构建和积累的时间，还节省了客户资源的构建和积累时间，而这些节省的时间对于并购企业而言是一笔十分珍贵的财富，为其快速打开市场，扩大生产经营规模，增强企业的竞争力和影响力提供了有利的时机。

以房地产开发行业为例，当行外的企业首次进入房地产开发行业或者是外地的房地产开发企业首次进入陌生的城市时，通过并购的方式，可以使这些行外企业或者是外地企业能够在最短的时间内融入被并购企业所在的市场当中，借助被并购企业在原市场中的客户资源、原企业在该市场中的知名度等很多珍贵的资源，迅速获得该市场的接纳与认可。美国的不少优秀房地产企业采用的都是类似的发展模式，这些优秀企业一般都是在自身发展到一定规模的时候，通过并购的方式进入到新的市场，进而在尽量短的时间内借助并购把企业更快更好地融入到一个新的市场。以此为鉴，随着中国房地产业的逐渐发展和行业资源的进一步整合，房地产开发企业通过并购也可以起到迅速扩展市场的作用。

（二）通过并购可以使企业在坚持主业经营的同时增强企业的核心

竞争力。企业的核心竞争力是指企业所具备的研发某种专有技能或者是某种独特的经营模式的一种能力。一般来说，这种核心竞争力是企业生存和发展的必备优势，所以说企业经营战略的关键就在于培养和发展能够使企业在未来市场中处于有利地位的核心竞争力。美国第五次并购浪潮就充分反映了现代企业对构建核心竞争力的重视程度。

具体来说，对于那些现有市场或者产品已经具有成熟的核心竞争力的企业而言，通过并购，一方面可以摆脱资源的限制，凭借并购获得更多的资源来扩大其现有的市场或产品竞争优势，优势房地产开发企业通过并购获取更多的土地资源进而扩大其竞争力就是很好的证明；另一方面，这些企业还可以通过并购将其现有的核心竞争力进行适当的调整、组合和延展，以便运用到新的市场和产品中，从而实现新的竞争优势；对于那些核心竞争力不够成熟的企业而言，通过并购可以提升企业经济实力，从而使企业获得更多的市场或产品竞争优势；对于那些核心竞争力不能适应新的市场环境的企业而言，通过并购可以获得具有创造性的新的核心竞争力要素，然后与本企业原有的核心竞争力进行组合，从而可以创造出新的能够适应市场环境的核心竞争力，最终也可以在新的市场环境中展现自身的优势。

（三）部分企业进行并购可以在降低风险的同时，顺利实现企业由单一产业向多元化经营方向的转变。企业通过并购进行的外部化扩张与企业进行内部化扩张相比，具有十分明显的优势：其一，并购一家企业与新建一家企业相比，前者的过程要相对简单；其二，并购一家企业与新建一家企业相比，前者所需要的时间比后者要短；其三，现代资本市场为企业进行并购活动提供了便利的条件。以收购上市公司为例，要想在股票市场上收购一家上市公司，并不需要拥有该上市公司的全部股权，而只需要并购企业对该上市公司控股达到一定比例即可。因此通过并购实现的多元化扩张具有实践上的可行性。美国第三次并购浪潮就是企业通过并购实现多元化经营的很好实证。

经济学有一句名言：“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里面。”这句

话揭示了多元投资经营能够分散企业经营风险的道理。所谓多元化经营，可以理解为企业同时从事多种相关程度比较低甚至是不相关的产业。对于一个企业来说，多元化经营可以分散企业的风险，稳定企业的收入来源。如果企业实行单一化经营，一旦该行业不景气就很可能导致亏损，从而影响管理者的地位。如果走多元化经营的路线，那么在其中的某个行业不景气的情况下，该企业仍旧可以通过其他行业的赢利来弥补，从而可以保住管理者的地位。由此可见，多元化经营可以扩大企业盈利的来源，抵充单一化经营的亏损从而降低单一化经营的风险。

因此，当公司产品进入衰退期或者新兴产业进入高速增长时期并且有着良好发展前景的情况下，许多企业都面临战略转型和并购重组转型的选择，前者的难度和风险都极大，而后者则可以通过循序渐进的方式实现企业的多元化经营。以房地产开发企业并购为例，近年来，有一部分房地产开发企业通过并购，涉足其他行业，拓展了企业的经营业务，为其实现多元化发展铺平了道路。大恒科技、中大股份、中体产业等企业的并购活动都属于此类。[①]

（四）一些非上市企业借助买壳类并购活动可以达到间接上市的目的。所谓“壳”是指上市公司的资格，壳的载体就是上市公司，壳资源则是指上市公司股权与资产的统一。由于受到直接上市条件的限制，有一些发展情况不错的企业可能无法实现顺利上市的目的，此时这些企业往往会希望能够利用上市公司的壳资源，从而间接达到上市的目的。买壳上市就是壳资源的利用方式之一。通过买壳上市这样一种并购活动，一些经营业绩好、经济实力强、有发展潜力的企业收购、受让一些经营亏损或者是行业前景欠佳的上市公司，可以成为上市公司的第一大股东，进而达到间接上市的目的。

（五）通过并购完成强强联合，可以实现资源公用和信息共享，并最终达到降低成本、加快研发、获得利润的目的。在这个市场竞争不断

---

① 张红、刘平、王松涛：“行业扩张下的房地产企业并购”，载《房地产开发》2006年第12期。

加剧和技术变化不断加快的时代，靠自身积累来寻求企业的发展往往有很大的局限性。而通过企业强强联合可以有效实现企业的快速成长。企业之间的纵向并购可以使产、供、销连成一体，在稳定生产的同时能减少外部的市场经营风险；企业之间的横向并购可以使企业通过专业化分工和协作提高生产效率，在扩大市场份额的同时也可以减少企业的市场经营风险；企业之间的混合并购可以弥补原先企业在新领域生产经营经验的不足，在借助原先企业已经取得的成果迅速扩大市场影响力的同时也可以减少企业的市场经营风险。总之，在并购之后，通过企业之间的共同合作，可以更加低成本、高效率地实现对资源的获取和占有；通过企业之间的共同努力，可以减少重复研究，节省开发研制费用，从而提升并购之后新企业的利润；通过企业之间的互相学习，优势互补，可以规范企业的运作和经营，提高产品的质量和服务，最终形成更大规模的企业集团，从而可以有效应对外界的挑战。

（六）企业并购通过完成价值的创造和转移最终从整体上实现了企业价值的提高。通过前面对企业并购动因的阐述，可以了解到，企业并购的内在动因理论之一是价值创造和价值转移的理论。根据该理论我们不难发现，企业并购对企业效率的改善是有着积极作用的，而且这种积极的改善作用具有一定程度的持续性和稳定性，能够在整体上促进企业价值的提高。企业的并购活动实现了对企业的产权结构、治理结构和组织结构的改造作用，促进了并购后企业的管理水平和技术水平的提高，完成了价值的创造。

【案例分析】

TCL 集团股份有限公司收购 TCL 通讯设备股份有限公司案

2004 年 1 月，TCL 集团股份有限公司（以下简称“TCL 集团”）吸收合并其旗下的 A 股上市公司 TCL 通讯设备股份有限公司（以下简称“TCL 通讯”），实现整体上市。原 TCL 通讯注销法人资格并退市，TCL 集团向 TCL 通讯全体流通股股东换股并同时发行 TCL 集团人民币普通股，TCL 通讯的全部资产、负债及权益并入 TCL 集团。整体上市为 TCL

集团筹资25.13亿元，这给公司带来产业扩张的新契机。这是企业集团资本运营的一个里程碑，集团整体上市将给集团以更大的运作平台。企业面对全球化竞争，要做大做强，需要资金的支撑，金融资本集资是最有效的方式，集团上市后无疑可以更加有效地通过资本市场的融资而得以发展。TCL集团开创了大企业集团整体上市的先河。究竟这次并购具体给TCL集团与TCL通讯带来了哪些利益呢?

从TCL集团角度来看，首先，此次并购满足了TCL集团建立更为广阔的融资平台的需要。早在1993年上市的TCL通讯所从事的电话机业务在当时曾经是TCL集团的核心业务。然而随着TCL集团业务的多元化和发展重心的战略性转移，TCL通讯的电话机业务已经从原来的支柱产业变成了从属产业，对集团的贡献逐渐降低了。与此同时，TCL集团也已经发展成为一个以多媒体电子、通讯终端产品为主的多元化消费类产品制造商和销售商，其整体规模已经远远超过了TCL通讯。此时，仅仅依靠TCL通讯作为其国内融资平台已经难以支持TCL集团业务发展的需要。而且，TCL集团的资产负债率居高不下，进一步发展受到资金不足的限制，因为TCL集团除了移动和彩电两大核心业务贡献其主要利润之外，其他六大产业群都战线过长，并且出现亏损，亟待资金注入，所有这些业务均无法在短期内依靠自身盈利来获取发展机遇。通过吸收合并TCL通讯并且上市，TCL集团募集的25亿元资金极大地缓解了TCL集团的燃眉之急——一方面可以使这种因高速运转而带来的资本运营高负债和潜在的风险逐渐释放，并以雄厚的资金为后盾进行集团内部的产业结构调整；另一方面还可以建立一个与其业务规模相匹配的持续融资和资本运作平台，从而为其长远发展提供有力的支撑。其次，此次并购起到了整合资源和发挥协同效应的作用。TCL集团吸收合并TCL通讯之后，将对集团内部的移动通信业务和电话机业务等通讯业务进行整合，并充分利用现有的通讯以及相关业务的采购、研发、生产和销售平台，发挥规模效应和协同效应，减少管理费用和经营成本，从而进一步提升通讯终端业务的核心竞争力。

从TCL通讯的角度来看，首先，此次并购有利于分散其经营风险，统筹安排资源，确保企业的进一步发展。TCL通讯本来的业务是以生产经营多功能自动电话等通讯产品为主，业务结构比较单一。虽然近几年TCL通讯依靠固定电话业务获得了盈利，但是作为业务单一的上市公司，TCL通讯根本无法规避固定电话业务量的萎缩所带来的经营风险，其也无法凭借自身的力量提供足够的资金来支持移动电话业务的快速发展。然而随着多元化战略的成功实施，TCL集团已经发展成为以多媒体业务和通讯终端产品，包括移动电话业务等为主的综合性制造商和销售商，集团的整体业务稳定，发展势头良好。因此，TCL通讯并入TCL集团，从效果上看，不仅可以分散其固定电话业务单一所带来的经营风险，而且还有利于集团统筹安排各类资源，从而支持移动业务的快速发展。其次，此次并购有利于TCL通讯利用集团资源以及TCL集团背后的品牌号召力，推动业务的快速有效发展。TCL集团与TCL通讯并购以后，在发挥规模效应和利用集团资源等方面将显示出很多的优势，例如，利用集团的融资平台可以获得更多低成本的融资渠道；利用集团的采购、研发和生产等方面的能力以及集团的进出口销售网络能力，可以在很大程度上推动通讯业务的发展。①

二、有利于被并购企业摆脱困境，改善亏损状态甚至获得收益

企业的并购活动除了具有优化企业结构，使企业不断扩大生产经营规模，提高企业竞争力的作用之外，对于一些亏损企业而言，通过并购活动的实施可以使被并购的亏损企业摆脱困境，最终改善并消灭亏损状态。从某种意义上看，企业并购的这一作用与上述作用之间是针对不同的并购主体而言的。在市场经济条件下，公司经营不善而濒临破产的情

① 李雨龙、陈景云：《投资并购经典案例法律评析》，法律出版社，2008年版，第182～196页。

况时有发生，这些公司在完全依靠自身的改革或者经营已经不可能走出困境的情况下，通常只有两条路可以选择，一个是破产，而另一个是被并购。由于破产成本比较高，加上政府和金融机构等多种因素的制约，亏损企业往往期望被一些优势企业所并购，以此帮助它们摆脱困境甚至在日后重新得到发展。用并购替代破产，还可以一揽子解决亏损企业的债务、员工安排等一系列社会问题。

【案例分析】

中国国际航空股份有限公司并购深圳航空有限责任公司案

2005 年 5 月 23 日下午 3 点 23 分，中国民航史上首次产权拍卖在深圳完成。深圳航空有限责任公司（以下简称“深航”）的大股东广东广控（集团）公司（以下简称“广控”），将其所持有的约 65% 的深航股权以 27.2 亿元人民币的价格拍卖给了民营企业亿阳集团和深圳汇润投资有限公司，深航从此由一家地方航空公司变身为国内最大的民营航空公司。而此前最大的夺标热门中国国际航空股份有限公司（以下简称“国航”）却在最后时刻仅以 1000 万元的差额与深航失之交臂，致使其进军华南市场的捷径被折断。深航约 65% 的股权属于广发银行下属的广东广控集团有限公司、深圳市鼎协实业有限公司、深圳市众甫地实业有限责任公司，这部分股权的评估价为 16.8 亿元人民币，起拍价定在 18 亿元，经过 93 次叫价后，最终的成交价高于起拍价达 9.2 亿元。

从广发银行出让深航股份的角度来看，广发银行决心出售深航股份首先是出于自身重组的考虑。2000 年以后，广发银行自身的包袱日益沉重，银行类资产的质量持续下降，其主业经营陷入了困境。2003 年银行不良贷款的总额已经高达 356 亿元，资本充足率仅为 3.87%，可以说广发银行进行重组已经是迫在眉睫。为了实现重组，广发银行首先必须整合其旗下的所有资产，而非金融类资产自然首当其冲成为广发银行整合出售的目标。有意收购广发银行的重组方对其旗下的航空业并不感兴趣，重组方案中甚至都已经排除了深航的存在。为了给广发银行的资产重组让路，广控不得不选择退出深航。另外，根据 2003 年修正的商业银行

法，商业银行不得向非银行金融机构和企业投资，有鉴于此，广发银行出手深航股份可以说是迟早的事。

其次是出于对深航上市近期无望以及前景的担忧。对航空业未来发展的悲观预期，也是广发银行决定出售深航股份的重要原因。在广发银行看来，深航虽然历年持续盈利，但是前景其实并不乐观。2005年起，南航、国航以及东航三大航空集团整合已经基本完成，偏居华南的深航已处于强敌环伺之中，无论是深圳本地基地，还是分布在外的广州、南宁和无锡基地，都面临三大航空巨头的挑战，何况实力强大的南航也近在咫尺，更令深航未来发展捉襟见肘。考虑到这一层原因，广发银行也决意出让深航股份。①

另外还存在一种情况就是一些业绩不良的上市公司通过并购其他企业来改善本公司的资产状况，进而继续维持其上市资格或者是配股资格。这类企业通过并购最终可以达到获得投资收益的目的。通常情况下，这类业绩不良的上市企业会通过参股而持有其他企业的部分股权，一般不会达到控股比例，然后该上市企业会对该企业进行增资扩股，最后会通过资本运作将其所持有的股权转让，从而获得投资收益。排除关联交易因素的影响，这种并购活动会给业绩不佳的企业带来相当可观的收益。以南京高科为例，2001年6月，南京高科投资600万参股南京天地房地产开发有限公司，并出资400万进行增资，共计拥有南京天地房地产开发有限公司20%的股权。而在2002年1月，南京高科转让其所持有的南京天地房地产开发有限公司20%的股权，受让方是南京天地房地产的第一大股东——南京东方文化技术有限公司，南京高科从中获得了高达58%的投资收益率。②

---

① 李雨龙、陈景云：《投资并购经典案例法律评析》，法律出版社，2008年版，第155－167页。

② 张红、刘平、王松涛："行业扩张下的房地产企业并购"，载《房地产开发》2006年第12期。

三、有利于实现资源的优化配置

企业并购有利于促进国家产业结构的调整，提高资源的宏观配置效率。在当今这个科学技术日新月异的年代，科技越发达，社会分工越细密，生产的社会化程度也就越高。伴随着这一特征，一方面，各种新兴的产业部门不断出现，它们利用其科技进步的后发优势，抢占市场竞争的有利位置，而后通过企业并购等方式集中了全行业乃至全球范围内的生产要素，不断扩大市场规模，以期获得最大的利润，这些并购企业的行为极大地推动了全社会存量资源和闲置资源的有序合理的利用。另一方面，一些夕阳产业为了继续在激烈的市场竞争中谋求生存和发展，不得不通过各种方式进行人力、资本和技术开发的调整，因而也需要通过并购重组的方式实现资源的移转和有效配置。如此一来，社会各类产业部门都力图通过并购重组的方式实现生产的社会化，从而从宏观上达到调整产业结构和有效配置资源的目标。

以房地产开发企业为例，就该行业的重要资源土地而言，首先是土地具有不可移动的特性，另外再加上土地的所有权属于国家，而土地使用权的转移等又多会受到政府的管制，所以说在房地产开发行业土地这种资源的获得一般是很难通过市场交易自由获得的。而并购是获取土地资源的一种方式，正因如此在很大程度上房地产开发企业并购的过程其实就是土地的资源优化配置过程。在这一过程中，并购企业可以将自身的管理优势、品牌优势和无形资产优势等资源转化为竞争优势，而目标企业则可以实现土地作为战略性资源所带来的经济效益，这便实现了各方资源的优化配置。

四、对于调整产业结构具有积极的推动作用

企业并购是调整产业结构，促进产业升级的有效手段。企业并购对

产业结构的影响主要表现在：第一，通过并购可以减少竞争者的数量，使产业相对集中，从而有效地降低竞争的激烈程度，确保产业内部大部分企业都具有比较高的利润率；第二，通过并购可以使产业内部的企业相对集中，这样可以达到规模经济的要求，并可以解决产业整体生产能力扩张与市场容量扩张不一致的问题；第三，通过并购可以淘汰低效企业和陈旧生产设备，降低产业的退出壁垒，从而起到优化产业结构的作用。

以典型的资金密集型行业房地产业为例，其具有投资多、周期长、风险高等特点，应该具有较高的准入门槛。而且，房地产业具有很强的地域性，可以说属于一种地区垄断性行业。在市场经济发达的国家和地区，一般都是由几家大型的房地产企业集团垄断该地区的房地产市场，并对市场的供给和价格起到重要的引导和调控的作用。相比之下，我国房地产企业的数量过多，规模过小，这不但分散了有限的投资资金，而且还引发了行业内部的恶性竞争，从整体上影响了房地产开发企业的良性发展和投资者的信心。再加上中国加入世贸组织的影响，房地产开发企业之间的竞争越发激烈了。

在这种背景下，很多中小房地产企业为了增强自身的核心竞争力，纷纷展开了并购重组活动。通过这种并购活动，一些行业发展水平高、规模大、效益好并且有较好发展前景的中小房地产开发企业逐渐发展成具有市场导向作用的房地产开发企业集团。这些大型房地产开发企业集团不但可以对不同地区的市场供给和价格起到重要的引导和调控作用，而且还对改善房地产业的市场竞争格局、推动房地产业的长期良性发展起到十分重要的作用。

国务院于2003年8月颁布的《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》中第一次提出了“支持具有资信和品牌优势的房地产企业通过兼并、收购和重组，形成实力雄厚、竞争力强的大型企业和企业集团”。另外，国资委于2004年6月发布的《关于中央企业房地产业重组有关事项的通报》确定中国建筑工程总公司、招商局集团有限公司、中国房地

产开发集团公司、中国保利（集团）公司、华侨城集团公司等五家大型企业集团将以房地产为主业，并鼓励这些企业通过并购其他国有企业的房地产业务而形成房地产行业的航母级企业。[①] 这些政策表明国家近年来也意识到了大型房地产企业的并购重组活动在调整房地产产业结构和推动经济增长方式转变方面的重要作用。

---

① 张红、刘平、王松涛："行业扩张下的房地产企业并购"，载《房地产开发》2006年第12期。

第二章 房地产开发企业并购重组流程

第一节 企业并购的一般流程

企业并购是一项非常复杂的产权交易过程，涉及到法律、税务、会计、反垄断等多方面的问题，房地产开发企业并购也是如此。一般情况下，都需经历调查、谈判、实施和重组四个阶段。当然对于不同国家的房地产开发企业，以及针对已上市的和未上市的房地产开发企业，其并购流程存在相似，也有差异，现将一一详述。

一、西方国家房地产企业并购的一般流程

在西方企业的并购活动中，虽然各国的法律规定存在差异，但基本的并购程序却大同小异。

（一）国外上市房地产开发企业的并购流程

一般情况下，国外的证券市场运作比较规范。对于上市的房地产开发企业来说，其并购程序都比较复杂。现将国外上市房地产开发公司并购程序概述如下：

1. 聘请并购的财务顾问

兼并一家上市的房地产开发公司，通常需要投资银行作为财务顾问，这样有利于处理可能产生的各种法律事务以及并购协调事宜，如准备分

发给股东们的出价文件、征求股东关于支付价款的合理意见、参与兼并收购的谈判等等。但聘请投资银行有个重要前提，即应确信该投资银行与并购各方没有任何联系，包括利益瓜葛。当确定由某家投资银行担任财务顾问时，该财务顾问就有义务提醒公司关于并购的保密和安全问题。任何参与并购计划并知道开价情况的人都应保守秘密，仅在必要情况下方可告知他人。此外，在并购开价宣布之前，执行人不能交易该公司股票，也不能建议其他人交易该公司股票。

2. 预先收购一定量股份

经验表明，在并购某个房地产开发公司之前，通常要先收购其少量股份作为下一步整体报价的跳板，如此可以使收购方在被并购企业董事会中获得一个席位，从而为收购方获得更多信息做准备。通常，该少量股份通过第三者悄悄收购，这样一般不会影响被收购方股价，但不同国家对这种收购都有限制。例如，收购量达到或超过某公司资产的30%时，收购方的并购计划可能被泄露，因为各国证券法均对在市场上公开买入的数量有一定限制，达到法律规定的数量就必须公开披露。

除了考虑收购量的限制外，并购还要考虑一些额外的障碍，比如需要充分考虑关联交易，由收购方和被收购方的“合同团体”、“一致行动人”、“关联公司”进行股票交易都构成关联交易，应受到限制。因此，收购方应当事先将可能产生的关联交易限制在最低范围，以免引起不必要的法律麻烦。此外，还需向反垄断的行政机关进行咨询。一般情况下，一家房地产开发公司并购另一家房地产开发公司，很可能会涉及反垄断方面的问题，所以收购方在出价之前，一般需要与反垄断等管理机构进行非正式磋商，进行一些必要的沟通。

3. 确定报价时间

在收购方得到一定量股份后，可根据获得的有关信息，确定较有利的报价时间。值得注意的是，还应知道目标公司有哪些大股东，这些大股东对并购持什么态度。争取这些大股东的支持，是兼并收购获得成功不可缺少的条件。

4. 向目标公司董事会出价

收购方应在确定好的出价时间将标购价格提交目标公司董事会或其代理机构。如果收购方由商业银行或第三方代理，则收购方的身份应在一开始就公布。收购方如果得到目标公司董事会的支持，则并购成功的机率就会大大提高。因此，在提出标购价格之前，收购方都会同被收购方董事会进行非正式的秘密接触。收购方要向对方解释被收购企业未来的规划，对现有董事会成员及高级管理人员的去留安排。如果能让他们觉得这种安排有吸引力，就可以使他们积极配合被兼并。

5. 预备性的通告

在目标公司董事会收到出价前，宣布通告的责任仅在出价者一方。在目标公司收到出价之后，宣布通告的主要责任就落到该公司董事会肩上，为此，董事们更应当密切注意股票价格。如果出价是被推荐的，则可立刻发布一个通告，并向股票交易所提出中止股票交易的请求。

6. 正式通告

当收购方确定能执行该报价时，一般是先提供一个非正式的报价通告。一旦收购方采取此步骤，就应严格遵守自己的报价承诺，报价的财务顾问在这方面也应承担责任。例如，在英国，通告宣布后收购方须做以下事情：第一，向公平交易管理机构提交一个正式通知（其中包括一个非正式的报价文件）；第二，在跨国并购的报价可能涉及垄断问题时，要向欧盟的有关机构提交类似的通知；第三，提出获得特定管制的申请，包括在国外管辖区所必需的许可。

在某一预定或可能的报价通告宣布后，当事人仍可以自由交易被并购企业的股票（同时遵守由于公司价格等敏感信息所导致的限制规则），但需在交易日之后的第 2 个中午 12 点之前，把交易情况报告给股票交易所、专门小组及新闻报道部门。从实际情况来看，一般必须以书面（电传）形式通知股票交易所。

支付报价的手段是购买被并购企业的股票。根据股票交易规则，这种购买需得到收购方的同意。为此，收购方往往都要举行一个股东大会，

会议上对决议案内容全部以正式通告的形式列出，附在报价文件中。

7. 提交有关材料，发出并购要约

在对股票确定出价的意向宣布之后，目标公司应根据报价者的要求，尽快提供有关股票资本更改或认购权的详细资料。正式并购要约一般在宣布正式通告之后28天内寄出。这种文件很长、很复杂，但需要内容准确。并购要约的详细内容一般包括：（1）收购方聘请的并购顾问（如投资银行）的有关文件；（2）并购企业和被并购企业的详细财务记录（包括有关营业额和利润的历史记录，以及每股净资产），以便使股东自己判断所出的价格是否公平；（3）此外，资料的内容还包括资产接受和转移的形式，如何完成交易程序等等。

由于并购要约的高度准确性，以及董事们在某些情况下承担的责任，因此，要根据事实对文件中包括情况和责任的所有内容进行严格核查。在收购要约发送前，并购企业的每一位董事，必须在写给投资银行及发布该文件的其他人的信中，证实他接受为其中的声明和观点所负的责任。

并购要约要具体说明被并购企业股东的最小接受数目及应收到的日期。该日期应为报价文件寄出后14日内。如果报价在此日期增加了附加条件，是否延长该日期及是否对报价进行修改则由报价者选择，不管是选择了宣布无条件接受修改或是延长其中的任何一项，并购企业在报价到期后第2个工作日的上午要进行通告，同时把情况通知股票交易所。如果出价价格提高了，则必须提供相应的通告，不论修改与否，任何出价的延长期限都不得超过报价发出后60日。

8. 发布被并购企业声明

被并购企业董事会公布他们对并购要约的意见，并把董事会顾问提供建议的主要内容告知股东。董事会要对收购方、被并购企业及其雇员发表声明和评论。这些评论都应在收购要约发布后14天内公布，并在被并购企业董事会发出的主要通知文件中列出。对于有关股份持有和合同特定的具体细节也是如此。任何在被并购企业发布的文件中表明的信息、鉴定或推荐材料，都应像收购方一样严格按照有关法律法规所要求的标

准进行。

并购企业的董事会在报价寄出后21天之内，应宣布交易结果、利润或红利预测、资产评估或红利支付的建议。建议通告如果不能在规定的期限内进行也可以推迟。被并购企业的董事会在不经其股东同意的情况下，一般不会采取防御并购行动的措施，不得以牺牲其他股东的利益为代价采取不公平的防御策略。

9. 完成交付程序

如果双方达成一致，收购方须将现金或股票或债券等形式的出价文件交付给目标公司的股东。

收购方拥有股票总值达到90%时，可根据有关法律法规，对剩下的股票采取强制性收购。但实践中，一个并购者能够达到或获得被并购房地产开发上市公司90%的股票的情况比较少见。

10. 并购之后的审计

在收购方出价支付以后，被并购企业将重新组织并改造，与收购方的业务合为一个整体。在被并购企业已被重新组织、改造或与并购企业业务合为一体时，收购方将对公司最初统计和批准的投资计划进行检查、审计，为并购后的重组与发展提供依据。

（二）国外非上市房地产开发企业的并购流程

在国外房地产开发企业并购活动中，对非上市公司的并购数量较大，一般来说，这也是强吃弱的必然结果。这种并购的程序总结如下：

1. 意向书阶段

意向书阶段并非是必需步骤。但在并购中，该步骤可以起到重要作用。它可以表达双方诚意，形成共识，并在以后谈判中相互信任，从而节约时间和金钱。采取该步骤，可使被收购方准备透露给收购方的机密不至于他人知晓。意向书中一般表示，出于双方要求，通常需要做进一步的调查并确认并购模式和付款方式。然而，意向书又是一把双刃剑，并购往往会因需花大力气介绍意向书中允诺过的而又不太确切的条款而陷入僵局。

2. 调查阶段

一般，由收购方指定的注册会计师对本次并购进行调查，形成一份调查报告。报告中应该作出对被并购公司的财务、商业和人力资源等事宜的评价。同时收购方律师应该对公司的账册（例如关于借贷情况的摘要）和地方特许权（例如土地、建筑物及关键财产）作一次特别调查，此外，收购方律师还应该检查被并购企业雇员的雇佣条件、工会的意见、工厂管理及退休金安排等。

3. 谈判阶段

在意向书阶段，双方已经达成某些协议，但在实施过程中不可避免会遇到很多分歧，谈判阶段是不可逾越的。谈判是并购中一个非常重要而且需要高度技巧的环节。通过谈判可以确定交易的方式和数额，以及明确收购方能够提供的特许条款和税收抵免范围。这种谈判是决定并购是否可以顺利进行下去的关键。

4. 取得并购交易管理部门的许可

在西方国家，如果并购可能引起垄断，则需要经过有关管理部门的许可。例如在英国，并购达到反垄断标准，并购双方应通知公平竞争办公室（OFT），以取得国务大臣的同意。对于较大规模的并购，要考虑是否符合欧盟的并购标准，以便可以得到欧盟有关权力部门的许可。在美国，并购交易需要得到证券交易委员会（SEC）的批准，并不得违反反垄断的一系列法律和判例。在我国，上市公司或汽车等特许行业的并购，需征求中国证监会和政府主管部门的批准。

5. 并购决议阶段

经过各个方面的准许后，并购双方的董事会应各自通过有关并购的决议。决议内容如下：（1）拟进行并购的公司名称；（2）并购条款及条件；（3）将每个公司股份转换为存续公司或任何其他公司的股份、债务或其他证券，全部或部分转换为现款或其他财产的其他方式和基础；（4）因并购引起的存续公司章程更改声明；（5）有关并购所需的其他条款。

6. 双方交换合同

在交换合同时，双方都必须做出承诺，从无条件交换合同时起，收购方成为公司受益所有者。同时，在交换合同时，一般会举行新闻发布会，在会上，双方就并购后一些众人关注的事件进行说明，例如，并购后裁员计划等。

7. 产权核准阶段

合同交换后，收购方律师一般会提出调查目标公司土地产权的要求，或者目标公司律师会自己主动提供收购方所能信赖的产权证明或报告，包括临时（特别）股东大会的批准决议。这一切都在合同交换完毕后进行，要求并购企业搜集、处理、组合大量信息。同时，所有合同中所要求的特别许可或权威机构许可，也都在这一阶段申请。

8. 特别股东大会

当需要股东核准时，收购方公司将举行特别股东大会，对赞成还是反对该并购交易进行投票表决。如果将发行新股作为一部分补偿，收购方的股东还需批准股东的增加和补偿股的发行。

9. 并购完成

股东大会批准后，并购就算完成了。完成之后，被并购企业需要召开董事会会议，通过即将离任的董事辞职和任命收购方提名的人选，以重新成立一个董事会，然后重新登记股权证和股票过户。公司的法定账簿、被并购证明、地契、动产和有关的全部文件都将上交给收购方。所有对这场交易所做的承诺，按照流动品抵押、股票贷款信托以及和双方有关的条款所要求的，都将提交和被审查。

10. 并购完成后的手续

交易完成后，公司可能会给顾客、供应商和代理商发出正式通知，必要时还将重新安排合同。并购的报告书将存档，股东转移凭证将存放好以便支付印花税。

正常情况下，完成日期以后，被收购方会要求收购方向目标公司提供资金以偿还所有对被收购方或被收购方集团的其他公司欠下的债务。

同样，如果目标公司的借款有收购方的保证书或慰问信（Letter of Comfortable）提供担保，以解除被收购方的这些义务，收购方则需在完成并购后立即与银行谈判，以保证履行这些承诺。收购方还可利用该机会向目标公司的银行家提供载有新提名人选的新委任书。

11. 并购后的重组

并购完毕后，收购方下一步要做的是向收购方的全体高级管理人员介绍收购方目前的计划、管理企业的常用方法以及向谁报告工作等情况，这些都需要明确。同时，职权也需要界定清楚，新的银行委托书也要填写。通常收购方的会计人员会很快解释收购方将来所需的财务报告要求，只有完成了所有这些步骤后，一体化的工作才正式开始。

二、我国房地产开发企业并购的一般流程

在我国，上市房地产开发企业与一般上市公司的并购流程大多相同，非上市房地产开发企业与一般非上市公司的并购流程大多相同。

（一）中国上市房地产开发企业的并购流程

依据我国《证券法》及《上市公司收购管理办法》的规定，我国上市房地产开发企业及一般上市公司的收购方式有协议收购、要约收购、间接收购和定向发行新股四种，但最主要和常见的方式为协议收购和要约收购，现对其流程予以详细介绍。

·协议收购流程

1. 初步接触阶段

（1）目标公司的选择和确定。

①搜集目标公司的有关信息资料，包括其公开披露的招股说明书、上市公告书、年度报告、中期报告、重大事件临时公告以及各媒体的报道与评论等等；

②研究分析目标公司的股本结构与主要股东构成情况，确定实施并购的可能性和可行性；

③研究分析目标公司的财务状况，了解其资产质量，估算公司实际价值与并购成本情况；

④研究分析目标公司的产业结构、收益构成与经营业绩，估计并购后实施资产重组可能性与难度；

⑤分析目标公司的市场地位与市场表现，结合二级市场的整体趋势，探讨目标公司二级市场维护与运作的可能性，估计维护最低成本、运作资金投入、运作风险规避、市场题材配合与目标收益的实现等多项关键点；

⑥与并购股权的持有单位接触，了解其出让股权的意向与目的，判断在对目标公司实施并购过程中股权出让方的配合诚意；

⑦顾问公司向收购方提供关于目标公司的并购可行性建议报告。

（2）内部重组，确定并购主体。

①初步分析收购成本；

②内部清产核资，制定内部重组方案；

③设计初步收购方案；

④向相关部门汇报，取得政策支持。

2. 收购协议阶段

（1）与出让方初步洽谈，草签股权转让意向书。

①顾问公司与收购方双方代表组成并购工作小组，与股权出让方进行初步接触，表达并购诚意，并调查了解以下情况：

a. 出让方的出让意向、目的、股权份额、心理价位、付款方式、配合诚意、对公司的控制力以及对资产处置的意向等；

b. 根据并购的报批程序，了解出让方的主管部门、当地证券管理部门、国有资产管理部门以及当地政府等在审批股权转让事宜的倾向和意见，并寻求有关方面的支持；

c. 对目标公司进行考察，了解目标公司或目标公司集团的主要企业的经营规模、生产状况、管理水平以及并购后资产处置、重组、产业结构调整的难度。

②股权出让方充分了解收购方的企业情况，必要时可派代表到收购方进行访问与实地考察。

a. 综合了解收购方的股东背景、经营范围、主要产业、资产规模、盈利能力、管理与经营水平等，以判断收购方的综合实力；

b. 了解收购方拟受让的股权份额、心理价位、付款方式、资产处置以及董事会改组等表明意向性意见；

③该阶段其他注意点：

a. 双方都应明确，股权转让意向书系非正式的法律性文件，对双方均不具有法律约束力；

b. 顾问公司与收购方还需注意，其可以进一步对目标公司的并购可行性进行再评估，修正、调整并购可行性报告与并购策划方案及运作策略，并对下一步工作做出安排。

（2）正式洽谈，签订股权转让协议。

①收购方与出让方在签署股权转让意向书后，应及时取得各自的上级主管部门或董事会、股东会准予继续开展工作的授权，双方在获得授权后可继续有关协议条款的正式谈判；

②谈判期间对目标公司进行资产评估、财务审查、价值评估与法律评价，应聘请有证券执业资格的会计师事务所与律师事务所承担此项工作：

a. 通过财务审查，了解目标公司的财务真实状况，如负债结构与偿还能力、盈利来源与前景等等；

b. 通过价值评估，估算目标公司的真实审查价值，准确掌握目标公司可能存在的负债情况，充分估计并购后的风险，为转让价格的确定提供双方均能认可的依据；

c. 通过法律评价，确认对目标公司继续并购与经营管理的法律风险，以避免对目标公司继续股权转让、资产处置、资产注入、债务重组、董事会改组、重要人事调整等重要决策受到法律的限制与制约，以及因控股股东的变更可能造成地方、行业或产业优惠政策的丧失。

③收购方与出让方就目标公司股权转让的有关条款达成一致，在顾问公司的协助下签订股权转让协议。股权转让协议应确定以下条款：

a. 协议双方：股权受让方、股权出让方；

b. 转让标的：拟转让的国家股或国有法人股或法人股；

c. 股权转让形式：协议转让或换股或划拨；

d. 股权转让份额：拟转让股权数量；

e. 股权转让价格：以现金或股票支付的价格；

f. 付款方式与时间：如以现金方式支付股权转让金时，一般采取分期付款方式，即在股权转让协议确定后5个工作日内支付总价款的5%—10%的定金，在股权转让协议得到国家审批机关批准并依照文件协议双方签订正式的股权转让合同后5个工作日内支付转让总价款的50%—70%，在完成有关股权转让的信息披露、董事会改组以及公司接管工作后10个工作日内支付股权转让总价款的余款。

④收购方与出让方还可以就股权转让协议未予载明与约定的事项签订补充协议。

3. 股权转让协议的报批

（1）股权转让协议的报批程序：

①由股权出让方将股权转让事项报请上级主管部门批准；

②股权出让方的主管部门批复后将股权转让事项转报地方证券监管部门与国有资产管理部门批准；

③股权出让方的地方证券部门与国有资产管理部门批复后转报国家证券监管部门与国有资产管理部门批准。

（2）股权收购方或与关联方共同受让股权达到或超过目标公司总股本的30%，在办理股权转让协议报批手续的同时，须由股权受让方向国家证券监管部门提出申请，以获得豁免全面要约并购义务的批准。

（3）办理股权转让协议的报批手续需要提供的文件资料及相关材料的准备主体：

①协议双方签订的股权转让协议；（律师）

②目标公司的资产评估报告或经审计的最近年度财务报告；（会计师）

③股权出让方的上级主管部门、地方各级证券监管部门与国有资产管理部门的批复文件；

④股权出让方关于股权转让的可行性报告，其内容包括：公司的基本情况、股权出让主体、股权受让主体、转让标的、转让价格、转让股权份额、协议总金额、转让目的、转让前后股本结构与主要股东的变化情况以及股权转让金的管理方式与使用投向计划等；（财务顾问）

⑤股权受让方须提供企业法人营业执照复印件、公司章程、最近年度的财务报表和企业基本情况介绍，包括但不限于：成立时间、法定代表人、注册资本、股东构成、经营范围、资产与负债状况、盈利水平以及主要产业、关联公司情况等。

4. 收购方与出让方签订正式的股权转让协议

（1）完成股权转让协议的报批工作并获得各级监管部门的批复文件后，协议双方应根据批复文件对股权转让协议的相关条款进行调整与修改，并重新签订正式的股权转让协议。

（2）签订正式的股权转让协议后，收购方应依照合同约定条款向股权出让方支付部分转让金。

5. 股权转让的信息披露

（1）正式的股权转让协议签订后3日内，并购人必须将股权转协议及相关事项向国家证券监管部门及证券交易所作出书面报告，并授权股份公司依照有关上市公司的监管法规办理重大事件的临时公告。

（2）书面报告与公告文稿一式4份，应同时分别送达国家证券监管部门、上市公司上市之交易所以及地方证券监管机构，上市公司需备一份完整的与股权转让有关的全部文件资料。

（3）部门报告必须依照证券机构部门要求的内容与格式编制，内容包括：

①收购方关于股权转让事项的报告书；

②收购方与出让方签订的股权转让协议；

③各级审批机关关于股权转让事项的批复文件；

④有关股权转让的资产评估报告或经审计的最近年度财务报告；

⑤具有证券执业资格的律师事务所出具的有关股权转让的法律意见书；

⑥收购方基本资料，包括企业法人营业执照复印件、公司章程、最近年度的财务报表、企业基本情况介绍等；

⑦办理信息披露的公告文摘；

⑧收购方、出让方关于授权上市公司办理信息披露的授权委托书。

（4）公告须依照上市公司监管规定要求的内容与格式编制，内容包括：

①上市公司董事会公告；

②收购方关于受让股权的公告；

③出让方关于出让股权的公告；

④收购方的基本情况介绍。

（5）书面报告与公告文稿编制的格式规范与内容要求都具有很高的政策性，相关各方就有关事项的说明与声明须符合法律、法规的规定，协议在顾问公司的专业咨询与协助下进行。

（6）有关股权转让的法律意见书可以由顾问公司安排具有证券执业资格的律师事务所出具。[①]

·要约收购流程

在我国，投资者自愿选择以要约方式收购上市公司的，可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约。也就是说我国的要约收购方式既允许全面要约收购，也允许部分要约收购。采取要约收购的流程如下：

---

① 王文建：“上市公司的并购程序”，引自 http://blog.sina.com.cn/s/blog_5ebd16400100d1ia.html，访问时间2008年11月30日。

1. 编制要约收购报告书及相关材料。要约收购报告书是要约收购中的重要文件，必须事先编制。相关材料即协议收购中需准备的相关材料，具体体现在《上市公司收购管理办法》第50条的规定。

2. 要约收购报告书的报送及摘要公告。收购方应当聘请财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，抄报派出机构，通知被收购公司，同时要公告要约收购报告书的摘要部分。

3. 证监会审核要约收购报告书。证监会对要约收购报告书披露的内容无异议的，收购人才可进行公告；若证监会认为发行不符合法律、行政法规及相关规定的，应及时告知收购人，收购人不得公告其收购要约。

4. 公告收购要约文件。要约文件包括要约收购报告书、财务顾问专业意见以及律师出具的法律意见书，这些材料的公告意味着收购人已经发出了要约，要约收购程序进入实质性阶段。

5. 被收购公司公告董事会报告。被收购公司首先应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。之后，在收购人公告要约收购报告书后20天内，被收购公司董事会应当将被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见报送证监会，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，并予以公告。

6. 股东预受要约。同意接受收购要约的股东为预受股东，应当委托证券公司办理预受要约的相关手续。该预受是指被收购公司股东同意接受要约的初步意思表示，在要约收购期限内不可撤回之前不构成承诺。在要约收购期限届满3个交易日前，预受股东可以委托证券公司办理撤回预受要约的手续，证券登记结算机构根据预受要约股东的撤回申请解除对预受要约股票的临时保管。在要约收购期限届满前3个交易日内，预售股东不得撤回其对要约的接受。在要约收购期限内，收购应当每日在证券交易所网站上公告已预受收购要约的股份数量。

7. 要约期满。收购期限届满，发出部分要约的收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的股份，预受要约股份的数量

超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份；以终止被收购公司上市地位为目的的，收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份；未取得中国证监会豁免而发出全面要约的收购人应当购买被收购公司股东预受的全部股份。

8. 收购情况的报告。收购期限届满后15日内，收购人应当向中国证监会报送关于收购情况的书面报告，同时抄报派出机关，抄送证券交易所，通知被收购公司。

（二）中国非上市房地产开发企业的并购流程

在我国，国家对于上市房地产开发企业的并购有明确且详尽的规范和限制，但更多的并购发生在非上市房地产开发企业之间，而当前我国对此并没有专门的法律法规。现根据实际操作经验，总结典型的并购流程如下：

1. 并购前的工作。并购双方中的国有房地产开发企业，兼并前必须经职工代表大会审议，并报政府国有资产管理部门认可；并购双方中的集体所有制房地产开发企业，并购前必须经过所有者讨论，职工代表会议同意，报有关部门备案；并购双方中的股份制企业和中外合资企业，并购前必须经董事会（或股东大会）讨论通过，并征求职工代表意见，报有关部门备案。

2. 目标企业在依法获准转让产权后，应到产权交易市场登记、挂牌，交易所备有《收购方登记表》和《被收购方登记表》供客户参考。收购方在登记挂牌时，除填写《收购方登记表》外，还应提供营业执照复印件，法定代表人资格证明书或受托人的授权委托书，法定代表人或受托人的身份证复印件。被收购方登记挂牌时，应填写《被收购方通知书》，同时，还应提供收购方及被收购方的营业执照复印件、收购方法定代表人资格证明书或受托人的授权委托书以及法定代表人或受托人的身份证复印件、收购方和收购企业董事会的决议等。如有可能，还应提供被收购企业的资产评估报告。对于有特殊委托要求的客户，如客户要求做广告、公告、或以招标或拍卖被收购方的方式进行交易，则客户应

与交易所订立专门的委托出售或购买企业的协议。

3. 洽谈。经过交易所牵线搭桥或自行找到买卖对象的客户，可在交易所有关部门的协助下，就产权交易的实质性条件进行谈判。

4. 资产评估。双方经过洽谈达成产权交易的初步意向后，委托经政府认可的资产评估机构对目标企业进行资产评估，资产评估的结果可作为产权交易的底价。

5. 签约。在充分协商的基础上，由并购双方的法定代表人或其授权的人员签订企业并购协议书。在交易所中，一般备有两种产权交易合同，即用于股权转让的《股权转让合同》和用于整体产权转让的《产权转让合同》，供交易双方在订立合同时参考。产权交易合同一般包括如下内容：交易双方的名称、地址、法定代表人或委托代理人的姓名、产权交易的标的、交易价格、价款的支付时间和方式、被转让企业在转让前债权债务的处理、产权的交接事宜、被转让企业员工的安排、与产权交易有关的各种税负、合同的变更或解除的条件、违反合同的责任、与合同有关的争议解决方式、合同生效的先决条件及其他交易双方认为需要订立的条款。

6. 并购双方报请政府授权部门审批并到工商行政管理部门核准登记。目标公司报国有资产管理部门办理产权注销登记，并购企业报国有资产管理部门办理产权变更登记，并到工商管理部门办理法人变更登记。

7. 产权交接。并购双方办理产权交接，需要在国有资产管理局、银行等有关部门的监督下，依照事先签订的协议办理移交手续，再经过验收、造册、双方签证后，会计据此入账。目标企业没有了结的债权、债务，也需按照协议进行清理，调整账户，办理更换合同债务依据等手续。

8. 发布并购公告。并购事实应当公诸社会，可以在公开报刊上刊登，也可由专门机构发布，目的是使社会各方面知晓该并购事实，从而及时调整与之相关的业务。①

---

① 肖金泉、关景欣、张婷：《企业并购的法律风险控制》，中国民主法制出版社，2007年版，第22-23页。

第二节 尽职调查—可行性研究

房地产开发企业并购是一项高风险的投资活动，也是一种市场法律行为，在设计与实施并购时，一方面要以缩短投资周期、减少创业风险、迅速扩展规模、弥补结构缺陷、规避行业限制作为并购方向，另一方面也要注意对存在或可能存在的一系列财务和法律风险进行防范和规避。并购能否最终成功，将直接影响该房地产开发企业未来的发展前景。因此，为了增大并购成功率，增强并购可行性，减少并购可能产生的风险和损失，收购方一定要依靠律师、会计师等专业人员的尽职调查结果，尽可能清晰、详细地了解目标公司的内部和外部情况，包括但不限于目标公司的营运状况、法律状况及财务状况等等。

一、尽职调查概述

（一）尽职调查的定义和种类

1. 尽职调查的定义及中国尽职调查的概述

最早的尽职概念出现在西方的法律文件中。“尽职”指的是做事时应有的谨慎态度。如果将谨慎态度区分为一般意义上的谨慎、相对轻微的谨慎和非同寻常的谨慎，那么，“尽职”通常指的是非同寻常的谨慎。尽职调查，也叫审慎调查，译自英文“Due Diligence”，指的是在并购过程中，收购方通过服务性中介机构对目标公司所进行的非常谨慎的调查和审计，并参考对调查及核查结果分析的专业性判断，了解和评估并购中可能存在的风险。尽职调查可以使收购方在收购过程的开始阶段便可得到有关目标公司的详细信息。

2001 年 3 月 6 日中国证券监督管理委员会发布的《公开发行证券公

司信息披露的编报规则第 12 号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》（简称“编报规则第 12 号”）第 5 条规定：“律师在律师工作报告中应详尽、完整地阐述所履行尽职调查的情况，在法律意见书中所发表意见或结论的依据、进行有关核查验证的过程、所涉及的必要资料或文件。”此时，尽职调查在我国第一次以法律概念的形式出现，同时以法律尽职调查的形式出现。

目前，我国存在这样的尽职调查实践情况，即证券公开发行上市中的尽职调查行为比较受重视，而公司并购中的尽职调查未得到应有的关注。这主要是因为我国法律法规对证券公开发行上市过程中各中介机构应承担的勤勉尽责义务有着非常明确和严格的规定，各中介机构为了确保自己出具文件的真实性和可靠性，都会自觉勤勉地进行尽职调查；而对于公司并购过程中的尽职调查却没有专门的规则规范加以规定。房地产开发企业作为收购方，应当自觉重视尽职调查，将其作为能够核实目标公司资产状况等的重要途径和有利机会，并监督各中介机构采取积极的态度和措施加以落实，从而在并购开始阶段尽可能了解最多的目标公司的事实情况，最终避免利益损失。

2. 尽职调查的种类

根据实施调查的主体不同，尽职调查一般可以分为律师尽职调查、注册会计师尽职调查和投资银行尽职调查三种类型。

律师尽职调查在实践中应用十分广泛，包括规模较大的并购、股票和债券的公开发行与上市、重大资产转让、风险投资等。此外，在近期新兴的企业担保服务和传统的银行贷款业务等企业融资活动中，律师的尽职调查也成为重要的环节之一。因此，在房地产开发企业的并购活动中，有风险意识的收购方一般都应委托律师对目标公司做详细的尽职调查。

在企业并购中，注册会计师的财务尽职调查，主要是对目标公司的营业绩效、资产及负债情况、现金流量状况、财务分析等进行调查和审查，以确定其可信性。由于目标公司的状况是决定并购成败的关键因素，

因此，一旦调查及审查结果与事前情报有出入，收购方就可以在谈判中要求修正收购金额，有时该出入甚至会影响是否最终收购的决策。

投资银行的尽职调查内容主要是调查目标公司的股本总额、结构、董事会成员、公司业务范围、经营状况、地理位置、该公司所在行业状况、竞争程度等。

在完整的企业并购链条中，以上三种类型的尽职调查缺一不可，律师、注册会计师、投资银行由收购方组织起来协同进行调查，且对最终调查和审查结果共同负责。

（二）尽职调查的使命

尽职调查的目的之一在于为收购方的问题和疑惑提供解答，且避免公司在收购过程中忽略主要问题，大大提高并购成功率。一般情况下，尽职调查的使命主要有以下几点：

1. 发现可能会成为隔断企业运营的因素或者导致交易破裂的因素；

2. 发现并调查可能影响交易价格的重要问题或者谈判的关键点；

3. 揭示并且充分把握那些会对并购重组交易决策产生影响的数据和信息；

4. 其他尽职调查需涉及的问题。

（三）法律尽职调查过程中应遵循的原则

1. 目标明确原则

在任何尽职调查开始前，收购方都应当明确该项尽职调查的最终目标，向其专家顾问解释尽职调查中的关键点，并在专家顾问的指导下，把最想获得的信息列入目标计划。

2. 重点突出原则

目标计划制定后，收购方的律师还要明确在尽职调查过程中，何种类型的资料和消息是最重要的、最值得获得的，不可平均用力，而应当重点突出，从而使尽职调查过程围绕着收购方的最终目标。律师应及时发现重要法律事项。此外，明确可能影响交易价格的各种因素是该尽职调查过程中应当关注的重点之一。

3. 严格保密原则

一般情况下，在收购方开始接触目标公司的任何资料之前，被收购方通常要求与收购方签订保密协议，约定尽职调查人员对其获得或接触的任何资料或信息严格保密，对于接触秘密信息的人员保密约定更为严格。但是，保密协议不能限制收购方及其顾问围绕此保密信息进行多层面讨论，也不得限制相应意见或建议的提出。

4. 调查适度原则

尽职调查通常会对收购方及被收购方正常经营秩序造成一定影响，特别是对被收购方来说，其不仅对收购方的保证存在疑虑，并且对自身利益非常审慎，毕竟一旦并购未达到预期效果，被收购方就可能面临对未来经营产生的不利影响。严格实施的尽职调查可能使潜在的交易失败，从而导致收购方和被收购方双方的不和；彻底的尽职调查可能导致双方信任度降低，增加交易成本且对员工日常工作造成一定的不利影响。

尽职调查环节不可缺少，关键是应坚持调查适度原则，不仅使程序合理，达到收购方的最初目标，又能够使收购方与被收购方间的关系处于平衡状态。因此，在整个尽职调查过程中，收购方应当谨慎处理其全体人员与被收购方的关系，并在需要时作出及时调。

5. 团队维系原则

在比较大型的尽职调查中，收购方必须重视维系自己的雇员、顾问及其他专家作为一个有序的团队实施调查，分工明确，互相协作，更为重要的是，要围绕于收购方最初订立的目标，维持一个有序的系统确保整个尽职调查过程有条不紊地进行。

二、尽职调查贯穿于并购始终

需要特别强调的是，尽职调查贯彻于并购谈判和实施的全过程，因为风险可能是谈判前就存在的，也可能是在谈判过程中发生的，甚至可能是在实施过程中产生的，可能是明确、肯定、现实的，也可能是潜在、

未确定或未来的。

下面我们将深入分析在房地产开发企业并购前后的四个阶段中，尽职调查专员所发挥的尽职调查等作用，探讨应该进行哪些改变以取得更好的交易结果，同时进一步论证尽职调查贯穿于并购始终的事实。

（一）提交意向阶段

并购的第一阶段为提交意向阶段，其目的是达成一项非正式的协议，从而使交易过程向更加正式和严格的交易阶段推进。

在整个交易谈判过程中，提交意向阶段通常会产生可能导致交易停止的定性问题（比如，各方领导人是否能够确定谈判协商的共同时间），也会提出可能对交易价格产生实质性影响的主要财务问题。在这一阶段中，相关信息的获得主要是通过公众渠道，或者通过交易各方当事人的良好信誉，限于各方领导人某些非正式会面对信息的披露而得以实现的。

（二）交易前阶段

第二阶段是交易前阶段。在这一阶段中，通常应当达成某些公开声明和正式承诺文书，有时称为备忘录或者意向函。在此过程中，交易通常是高度机密的，交易的被收购方创设并占据一个拥有有限信息的数据空间。从时间和内容的角度来讲，收购方获取信息的渠道和手段非常有限，因此，交易谈判将特别集中于财务问题。若交易不能顺利达成，双方当事人的角色则有可能再度转换为竞争者，并尽可能不泄露任何相关信息。

尽职调查在这一阶段的目的，就是极尽可能地深入那些可能会影响交易程序是否能够顺利进入下一阶段的问题。在某些情况下，如果交易谈判中的气氛非常友好，就能够很容易地获得那些更为全面的且对重组计划具有推动作用的信息。

（三）达成交易阶段

第三阶段是最关键的一个阶段，通常称为达成交易阶段。在这一阶段以有意进行兼并、收购、剥离等公告为起点，以交易的正式完成为终点。

称该阶段为关键阶段的原因有三点：一是此阶段中双方当事人仍然可以抽身退出；二是此阶段中双方当事人仍然能够对交易价格产生影响；三是此阶段中双方当事人仍然有能力对并购重组进行重新计划，并从最初时间框架中的交易安排获取最大价值。

这一阶段的整个过程中，大量尽职调查工作付诸实施的目的，就是尽可能地揭示所有与交易相关的信息。在进入这一阶段进行交易构建和重组计划之前，公司必须明白可能对交易重组决策产生影响的所有问题。此类须获得的信息可能是关于合规性、计划管理、福利价值、薪酬计划、保险计划、组织结构和人力资源职能等方面的。

对于在友好合作的气氛下达成的交易，在交易完成之前，甚至在谈判过程中，需要进一步深入分析的工作就已完成了。但是，在信息充分条件下制定决策所需要的信息，有时要等到整个交易完成后才可获得。在这种情况下，有必要对决策做出特定条件的假设，并基于此类假设而制定决策。一旦不能直接获取相关信息，交易收购方就会采取非常谨慎的态度审视基于这些假设条件而获取的新信息，并且适当地修改基于这些已被证明是不正确的假设而做出的决策。

这一阶段的工作看来是完全符合逻辑的，但常常不被实施。

（四）交易后阶段

交易达成标志着第四阶段的开始，即交易后阶段。交易达成通常以达成类似买卖协议或确定并购协议的正式文书为标志。此时，从理论上讲，无须再进一步进行尽职调查。然而，现实情况是，尽职调查的继续仍然具有价值，因为监管当局（例如证券交易委员会、司法部、欧盟和其他行业监管机构）对某些数据信息的获取设定了一定的限制条件。一旦这些限制被取消，交易收购方就应继续实施能够验证或反驳交易初期设定的假设条件时所采取的尽职调查，并对重组计划进行适当调整。

三、律师对目标公司的尽职调查

在公司并购的尽职调查过程中，律师发挥着重要作用。律师尽职调

查主要是对目标公司及其相关资料的合法性进行核查和评价，调查的内容主要包括目标公司的设立、存续是否合法，以及目标公司是否存在应承担或可能承担的法律责任。律师尽职调查由一系列持续的活动组成，不仅包括公司信息的收集，还包括律师利用其专业知识去查实、分析和评价所收集到的这些信息。律师的尽职调查贯穿于并购活动始终。

（一）律师尽职调查的作用

之所以强调律师尽职调查的必要性，是因为其作用在并购过程中不容忽视。律师尽职调查的作用主要表现在：其一，可以防范风险，包括发现风险，判断风险的性质、程度以及对并购活动的影响和后果；其二，可以使收购方掌握目标公司重大事项的法律状态，包括主体资格、资产权属、债权债务等等，同时对可能涉及的法律问题了然于胸；其三，可以了解目标公司是否存在或可能存在给收购方带来责任的问题，以及该问题是否存在消除的可能或解决的途径，从而最终避免收购方在信息不对称的情况下，作出不适当的决策。

（二）律师尽职调查的主要内容

正如前文所述，律师的主要职责是根据其所掌握的法律知识、技能及实践经验来调查、分析、评估目标公司的相关法律信息和问题，在发现和防范风险上起到关键作用。通常律师尽职调查包括以下内容：

1. 目标公司的资质和本次并购批准或授权的审查

对目标公司的资质审查包括两方面的内容，即一方面应调查目标公司是否具备合法的主体资格，主要了解目标公司是否依法设立、公司年检情况（是否被注销或吊销执照）、有无其他影响目标公司合法存续的重大法律障碍等等；另一方面，在某些特定行业，需要特定资质的证明或认证才可经营特定业务，应审查目标公司是否具备相应的条件。

在并购过程中，不同的收购方式和目标公司性质的差异有可能导致需要不同形式的批准，而并购行为只有在得到所必需的批准的情况下才能合法有效。因此，在尽职调查中，律师不仅要调查批准或授权是否存在，还应查实该批准和授权是否明确和有效。

2. 目标公司股权结构和股东出资情况的审查

律师应在上述基础上进一步审查目标公司各股东的情况，特别是控股股东出资的合法、合规性，重点是审查股东的出资方式、数额是否符合相关法律、合同和章程的规定，注意是否真实出资，是否有隐名股东，注册资本是否到位（要特别注意其他应收款），出资后是否有抽逃、转让等现象发生等等。

采用非货币方式出资的，应当审查用于出资的有形资产在移交前后的所有权归属、有无权利瑕疵、评估作价是否公平正当、移交过程是否依法完成；采用无形资产方式出资的，除了应当审查权属证书、存续有效期、评估作价、移交过程之外，还应当注意审查股东在出资过程中是否履行了法定手续，保证没有异议情况及其他不利情况的存在。

3. 目标公司章程的审查

公司章程是一个公司的“宪法”，是体现公司组织和行为基本规则的法律文件。随着公司并购活动的增多，越来越多的公司在章程中隐蔽地设立了各式各样的“反收购条款”，对此，收购方应保持高度警惕，律师应当认真审查章程条款，及时准确发现“陷阱”，防止对收购活动本身造成风险，或对收购后目标公司整合造成障碍。

如果章程规定了绝对多数股东对重大事项的决策权，那么目标公司就需要绝对多数股东的同意才能被收购；如果存在其他股东在同等条件下有优先购买权的规定，则收购时应当首先取得其他股东的放弃优先购买权的书面声明；律师一定要注意，同意收购的决议是否达到章程规定的同意票数，这是一个关键点。

4. 目标公司各项财产权利的审查

律师对目标公司各项财产权利审查的目的在于理顺目标公司的各项产权关系，确保收购方取得目标公司的完整财产，不存在任何法律瑕疵。审查范围具体包括：

（1）房地产。律师应严格审查目标公司的房产所有权证、国有土地使用证或土地租赁协议、当地政府政策，取得目标公司主要财产账册，

了解相关资产的所有权归属，土地使用权的剩余年限，土地是国家无偿划拨的还是已经缴纳了土地出让金的，房地产是否抵押或有使用权限制，房地产是否属租赁，该租赁是否影响并购效果，该租约能否被解除以及解除的代价多少，房地产是否属于被动迁的对象或政府是否会在短期内可能此处进行动迁等。土地使用权的剩余年限越少价值越低。房地产如果存在抵押的情况，则存在权利瑕疵。如果是划拨土地，在收购时需要缴纳土地出让金。

（2）知识产权及许可。律师应当严格审查目标公司所拥有的专利权书、注册商标书等书面文件，在必要时还需对商誉做确定审查。

（3）机器设备等。律师需审查目标公司所拥有的设备清单、购置设备合同及发票、保险单；车辆的清单及年度办理车管手续的凭证、保险单等；目标公司是否已付清所有购买价款，对机器设备拥有完全所有权，是否仅对机器拥有使用权（例如，租赁），机器设备上是否存在抵押等等情况。

5. 目标公司合同、债权债务文件的审查

审查目标公司合同，主要是对书面合同的审查，特别是对外书面合同。应重点审查合同的主体和内容，确定合同中是否存在对目标公司不利的纯义务性条款和其他限制性条款，还要特别注意在并购后，目标公司控制权的改变是否会影响合同的存续有效。此外，合同中解除条款的约定及其影响也应予以关注。

在债权方面，应注意审查目标公司的债权法律关系是否清晰，债权是否合法成立，是否能依法主张权利。在债务方面，应注意审查目标公司是否存在牵涉重大债务的情况，如果存在，则应审查偿还情况、偿还期限、附随义务以及有无特别限制等；此外，还应当审查或有债务的存在。通过对相关材料的把握，确定是否存在或有债务，若存在，则应审查该或有债务转变为实际债务的可能性有多大、该或有债务对并购的影响有多深。

因此，在债权债务方面，律师应注意查实的书面材主要包括贷款文

件、资产抵押清单及文件、担保文件和履约保证书、债权债务争议的有关文件等等。

6. 目标公司涉及诉讼、仲裁及行政处罚的情况

要调查目标公司或其公司高层管理人员是否处于正在进行或即将发生的诉讼或仲裁中，以及在该诉讼或仲裁中，公司处于何种地位，案件影响力如何，目标公司的胜诉率多大等等。此外，要了解目标公司是否曾受到过或正在接受行政处罚。调查该行政处罚的原因为何，是否与环保、税收、产品责任劳动关系等原因有关，该行政处罚对公司影响如何、对并购后公司有无影响等。

7. 需要审查的其他事项

除以上必须核查的情况外，律师还应当认真调查对并购结果有可能有重大影响的目标公司的其他情况。在完成上述全部调查后，律师应分别绘制公司产权关系图、组织结构图、资产关系图三种尽职调查“关系图”。

（1）公司产权关系图——可以形象地描绘目标公司的股东与公司，目标公司与其控股子公司、参股子公司等结构关系，从而清晰判断目标公司目前状态下的产权关系。

（2）组织结构图——可以形象地描绘目标公司内部的管理框架。

（3）资产关系图——可以形象地描绘目标公司当前的资产状况。

（三）尽职调查的渠道和方法

1. 目标公司的配合及律师的主动性

目标公司的积极配合，是律师尽职调查高效高质量完成的关键。对目标公司进行调查时，律师需要主动调动目标公司的配合积极性。

首先，同目标公司的代表当面详谈，获得其理解并答应配合调查。律师再进一步依据尽职调查的需要，主动向目标公司索要一些文件，特别是公司章程、股东会议记录、董事会议记录、财务报表、资产负债表、各种权属证明文件、主要资产目录等等。

其次，除向目标公司当面索要文件外，律师可以通过间接途径对目

标公司的情况、资料进一步了解掌握。例如自行搜集查阅目标公司在公开传媒如报纸、公告、公司内部外部宣传材料以及公司的互联网站上披露介绍的系列内容。

再次，通过问答方式获得目标公司的配合，这是律师在尽职调查过程中经常采用的一种基本方式。律师可以在以上两种方式进行完毕后，在已掌握材料基础上，再根据需要设计调查问卷，即将需要了解的情况设计成若干问题，由目标公司予以回答。这种方式不仅有助于直接解答律师想要知道的问题，还易于在调查过程中发现其他线索，从而寻求更多尽职调查的渠道。

2. 登记机关

一些具有公示公信特性的信息可以到登记机关查阅。律师在尽职调查过程中，两个等级机关必须亲临查阅：一是到目标公司所在地的工商登记机关，查阅了解目标公司的性质、成立时间、存续期限、注册资本、公司法人代表及股东、有无变更事项等情况；二是到不动产、特定动产（如汽车等）的登记机关，查阅了解目标公司的不动产、特定动产的权属、转让、是否抵押等情况。

3. 目标公司所在地政府及所属各职能部门

目标公司所在地政府及其各职能部门是尽职调查过程中非常重要的信息来源。从政府部门可以获得如下重要信息：针对目标公司资产，政府有无征用、搬迁、停建、改建等类似的远期或近期计划；如果目标公司享受当地政府的某些优惠待遇或措施，特别是税收方面，那么在并购后企业对于该优惠还是否还继续享有等等。

4. 目标公司的债权人、债务人

对于目标公司某些重大的债权债务问题，如果律师认为必要，可以向相关的债权人和债务人进行调查，从而使并购方对目标公司的重大债权债务状况有更加详细和完整的了解。调查可以通过函证、谈话记录、书面说明等方式进行。

（四）尽职调查需要特别注意的几个问题

1. 知识产权

在一些公司中，以知识产权形式存在的无形资产的价值远高于其他有形资产的价值。专利、贸易商标、服务商标都可以通过注册而得到保护；而技术秘密和其他形式的保密信息，也受法律保护。

审查目标公司知识产权资产时，应注意细节性和全面性，不应仅局限于审查权利证书表面。比如应当审查该知识产权是目标公司直接所有还是仅拥有所有权人授予的使用许可，以及是否存在目标公司已许可他人使用的情况；此外，对注册的知识产权还应当审查注册费用及续展费用的支付情况，应特别注意专利的到期日期，服务和贸易商标注册权人的适度使用情况；对于根据许可证而享有的权利或因许可而限制使用的情况，应对相应的许可协议进行审查，明确许可的性质以确保不存在有关因控制权转变而终止许可的条款。律师对上述知识产权资产进行审查可以确保在并购成功后，收购方仍然可以享有以上无形资产并获益。

2. 关键合同及特别承诺

对大多数公司而言，总存在大量的对外签署合同，而这其中有些合同是直接关系公司的未来发展前景及命脉的，这些关键合同通常包括长期购买或供应合同、技术许可安排合同等等。对于这些关键合同，律师应当特别注意是否存在特别限制性条款，是否存在可能影响收购方今后自由经营的限制性保证，是否存在可能对收购方不利的重大赔偿条款及其他异常条款等。

由此可见，在尽职调查中，律师所查实的事实、所进行的法律分析、所形成的律师评论和结论对最终并购结果影响深远，是决策者进行决策的重要依据之一。所以律师尽职调查业务的履行必须谨慎再谨慎，负责再负责，绝对不能敷衍了事，必须以一个执业律师的职业道德和专业精神来对待和完成自己的职责。只有这样才能起到防范风险的作用，也才能以高质量的服务取得客户的信任。[①]

---

① 杜雪梅："律师在公司并购业务中对目标公司的尽职调查"，载《黑龙江对外经贸》2004 年第 1 期。

四、注册会计师对目标公司的尽职调查

注册会计师对目标公司的尽职调查也必不可少，其调查主要分为两大部分，其一为对目标公司财务状况的调查，其二是对目标公司内控制度的调查。

（一）对目标公司财务状况的调查

在并购之初，并购方为决定是否要与被收购方签订最终的并购协议，一般需要会计师事务所对目标公司的财务状况进行尽职调查，这一调查的重要性非同一般。会计师事务所对目标公司财务尽职调查主要表现为在对财务的审查和评价方面，一般应当按照工作阶段做好下列工作：

1. 获取目标公司相关的会计资料和报表，对其进行初步审查。会计师事务所工作人员在进行尽职调查之初，首先应该仔细阅读律师出具的针对并购行为的法律意见书，从而了解目标公司的基本情况及信息的合法性；其次，与目标公司的相关管理人员进行座谈，从而了解目标公司的相关情况，并协助目标公司管理人员获取所需要的基本会计资料；最后，对会计报表进行初审。

2. 对目标公司的财务状况进行审计。注册会计师进行审计时，应当特别重视抽样风险及目标公司的控制风险。目标公司的规模不同，控制风险不同，注册会计师选择的审计方法也有差异。审计结果的正确及真实对接下来的工作起到至关重要的作用，因此，注册会计师必须对目标公司的会计报表进行审慎认定，确认会计信息真实，并以此为基础对财务予以分析和评价。

3. 对目标公司的财务分析和评价。注册会计师对目标公司财务分析和评价的主要内容包括对目标公司财务效益及风险状况的分析和评价、对其资产营运状及发展能力状况的分析和评价、对其负债状况及偿债能力的分析与评价。

（二）对目标公司内控制度的调查

一般情况下，收购方与被收购方不容易建立完全一致的系统，原因不仅在于两个公司具有不同的经营管理理念，更在于连接两个控制系统需要较高成本，因此对目标公司内控制度的调查非常必要。注册会计师对目标公司内控制度的调查一般在审计过程中进行，调查的主要原因是收购方在并购完成后可能在很大程度上需要依靠目标公司现有的系统，特别是当双方属于不同产业时。对目标公司内控制度的调查一般包括控制环境、控制程序及会计系统的调查。在实际工作中，注册会计师认为有必要的，可以以管理建议书的形式详细记录其调查结果及改进意见。

第三节　并购重组方案的制定

企业并购本身是一把双刃剑，如果进行得当，并购成功，将给并购方企业带来巨大利益，有时也是目标企业的最佳选择；但由于并购本身的复杂性和高风险性，一旦失败，则结果损失难以预计。随着社会的发展和改革的深入，企业并购越来越成为引人注目的经济现象，也成为政府、经济界、企业界谈论的热点和焦点。房地产开发企业并购是本书研究的重点，本节首先分析房地产开发企业并购活动中可能面临的风险，在此基础上，讨论并购重组方案的制定问题。

一、我国房地产开发企业并购活动中企业面临的风险

随着我国经济进一步纵向发展，企业并购浪潮将以人们难以想像的方式改变我国房地产开发产业的面貌。但是，当前我国资产重组热潮中普遍存在一个问题，即对并购风险认识不足。虽然并购失败的案例时有发生，但由于我国并购的历史尚短，大多数企业的并购还未到收获季节，因此并购风险尚未引起人们足够的重视。

并购失败的案例并非仅发生在中国，以资本市场成熟的美国为例，

其并购历史也充满了高并购失败率。但是由于选择的并购方式不同，其对应的风险也不同，导致并购失败原因也有差异。目前我们能做的，首先就是研究如何挖掘出并购在企业成长中隐藏的巨大风险，之后才有可能尽力做好防范工作。目前来看，我国房地产开发企业并购活动中的风险主要有体制风险、营运风险、财务风险、信息风险、反并购风险及法律风险六种。

（一）体制风险

体制风险由现有体制的不确定造成，导致对并购产生不利影响。我国正处于经济体制的转轨时期，这一风险在我国目前表现得较为明显。现实状况中便出现了这种情况，即并购双方没有并购的真实意愿，而是迫于政府压力才实施并购，这样的并购从一开始便潜伏了体制风险，并购双方的积极性并未真正调动，且对并购风险评估不足，最终将导致并购后企业的经营管理和发展战略都存在一系列问题。具体表现在以下几个方面：1. 某些政府或官员依据其行政职权干预企业并购，使并购完全脱离市场经济规律；2. 由于我国的特殊国情，在企业并购过程中，目标公司人员安置问题被作为企业并购中的首要条件。目前一种通行做法是由收购方企业负责解决目标公司全部人员的就业、福利、社会保障等问题，包括离退休人员。该方式表面上能暂时避免激化社会矛盾，但从长期来看，是种饮鸩止渴的做法，最终将影响企业的持续发展。3. 在并购过程中，大量专业人员的水平直接决定了并购的最终成败或并购效果。由于我国投资银行处于新型发展阶段，类似西方的高素质投行高级人员比较少，从某种程度上讲，这也加大了并购风险。

（二）营运风险

营运风险是因营运方面的问题而对并购造成的不利影响。并购完成后，收购方无法与目标公司进行很好的并购整合，无法使整个企业在经营、财务、市场份额等方面达到协同的互动，导致并购的预期效果无法实现。营运风险大致有两种表现：一是并购行为产生的效果与预期不一致；二是并购重组后的新公司可能因规模过大而产生规模不经济的问题，

即发生效率与规模成反比的现象。

（三）财务风险（将在下一节详述）

（四）信息风险

在并购活动中，信息可以说直接决定并购的成败，这也是上一节中为何强调尽职调查重要性的原因。但是完全信息的获得是比较困难的，某些灰色区域导致了信息风险的存在。在信息掌握的全面性上，当然是目标公司处于有利地位，因为其对被并购的资产情况把握最清楚，而收购方搜集到的信息毕竟有限。此时，有些被并购方便利用其在信息方面的有利地位通过损害收购方利益而获取不正当收益。在现实并购中，因不了解目标公司详细情况而导致并购失败且自身受害的实例很多，因此，信息风险应当引起并购方的足够重视。

（五）反并购风险

正如上一节中所述，律师在尽职调查过程中，要看公司章程中是否存在“反并购”条款。但实际上，反并购的风险不仅仅体现在公司章程中。有些目标公司并不甘心被并购，而是利用投资银行的协助，采用各种反并购措施，西方称为“驱鲨剂”，其中各种具体的技术手段包括毒丸、金降落伞、跷跷板、反绿色邮件等，繁杂多样。反并购行动会增加并购工作的难度和风险，给并购工作带来不利后果，比如，其一，会打乱收购方的收购计划，导致收购停顿乃至夭折；其二，目标公司反并购行为会抬高目标公司股票价格，从而提高收购方的收购成本；其三，收购方有可能被目标公司起诉至法院或控告到相关证券管理部门，不仅延误收购时间，同时对收购方声誉也造成不利影响。

综上所述，企业在并购过程中会面临很多风险，收购方在每一环节都需谨慎，不仅应通过尽职调查充分获取目标公司信息，还应当制定收购方案，对收购中的细节问题做详细的计划和处理。

二、收购方案的内容

在经过上一阶段的尽职调查后，收购方还应当在分析掌握目标公司

情况的基础上，针对目标公司自身特点，制定出具体收购方案，包括并购模式的选择、融资支付方式的确定、财税、法律等事项。一般情况下，收购方案应当包括以下几方面的内容：

（一）应当尽量准确评估目标企业的价值

收购方在制定收购方案时，确定合理支付价格的主要依据是准确评估目标企业的价值，因此，收购方对于该项应当给予高度重视：

1. 应当选择合适的评估机构

目标公司的价值评估是一项技术性和专业性很强，又极其复杂的工作，所以明智的收购方一定会委托专业素养高、经验丰富、职业道德水准高且具有资产评估资格的评估机构来进行该评估工作。

1991 年 11 月 16 日中华人民共和国国务院颁布的《国有资产评估管理办法》第 9 条第 1 款对国有资产评估机构的资质做了规定，即“持有国务院或者省、自治区、直辖市人民政府国有资产管理行政主管部门颁发的国有资产评估资格证书的资产评估公司、会计师事务所、审计事务所、财务咨询公司，经国务院或者省、自治区、直辖市人民政府国有资产管理行政主管部门认可的临时评估机构（以下统称资产评估机构），可以接受占有单位的委托，从事国有资产评估业务。”当然，依据《国有资产评估管理办法》具有资产评估资格的机构，同样也可以接受非国有资产评估的工作。

2. 应当合理确定资产评估的对象

资产评估的对象即资产评估客体。依据相关的评估实践，评估客体具体可划分为单项资产和整体资产两大类。单项资产依照资产的特征又可划分为房地产、机器设备、无形资产、动产、资源性资产等五类资产。根据评估的目的可将整体资产划分为三类，包括控制权益（全部资产的本金化价格）、投资权益（全部资产扣除流动负债）和所有者权益（全部资产扣除全部负债）。只有合理确定资产评估客体的范围，才能基本保证收购方准确评估目标企业价值。依据 1991 年国务院颁布的《国有资产评估管理办法》，国有资产评估范围包括固定资产、流动资产、无形

资产和其他资产；依据1996年中国资产评估协会颁布的《资产评估操作规范意见（试行）》，评估资产则包括流动资产（包括现金、应收账款、存货等）、递延资产、短期投资、长期投资、在建工程、房屋建筑物、机器设备、无形资产等。

3. 应当选择适当的评估方式

不同的资产价值评估方式可能产生不同的目标企业评估价值，所以收购方应该具体情况具体分析，采用最适当的资产评估方法。美国公司的兼并历史相对较长，经验丰富，针对企业价值的评估，美国风险投资专家在长期的投资实践中摸索出了很多成功的方法，其中常用的有收益评估、资产评估和现金流量评估等方法。

（1）收益评估法。

收益评估法通过将创业企业的收益数额乘以一个收益比，从而计算目标企业的价值。此处的收益数额应当包括目标公司的历史收益、现有股权结构下的未来收益以及新所有权结构下的未来收益。该方法体系科学完整，结论有一定的可靠性，因其着眼于未来收益，从而被广泛运用。但是该方法比较适合股票市场较完善的市场中经营较稳定的企业。由于我国股市尚未完善，因此在我国，该方法的运用须更加慎重。

（2）资产评估法。

资产评估法是预测企业风险暴露的主要方法，也是一种有效评价企业资产价值的方法。该方法可以通过下列具体方式来进行企业资产评估：其一，账面价值评估，资产负债表中的净资产就是公司的账面价值；其二，账面价值的调整，即依照市价对企业有形资产的账面价值与市场价值之间的差异进行校正，从而得到更加准确的企业资产价值；其三，企业的清算价值评估（企业清算价值，是指企业在面临解体、清算时，其资产的迅速变现能力和企业对所负债务在短期内的清偿能力），在对资产账面价值调整之后，还要考虑到企业清算价值，但应当注意的是，清算价值只可以被认作是企业被清算时的一个指导性价格；其四，重置成本法，重置成本以现行市场价格作为考核企业资产价值的标准，通常情

况下它是企业资产价值的底价。

（3）现金流量评估法。

现金流量评估法是指收购方在评估目标企业后，得出其可能从目标公司中获得多少回报量。由于收益评估法比较难以直接获得回报量数据，因此，包括美国风险投资家在内的专家在计算投资回报时较多地采用现金流量评估法。

用现金流量评估法评估目标企业的价值时，一般应考虑以下三方面的主要因素：第一，经营性现金流量，即经营期间的现金或价值的流出量，包括但不限于企业管理者的在职消费、通过债务偿还的资本回报、利息和薪金、股息；第二，期末价值，即一般情况下，通过退出战略的实施来回收本金和投资回报时，也将产生一定的现金流，包括通过出售回收的本金、通过出售股权获得资本增值等等；第三，税收收益，在目标企业连续经历几年亏损的情况下，收购方完全可以合理运用这些以前的亏损来抵补未来的收益，从而谋求税收的节约。所以，收购方在评估目标企业的价值的时候可以将三种负的现金流量考虑在内：投资初期的资本回报率低于机会成本而产生的负现金流、购买资产采用的延期支付而产生的负现金流、因引进新的权益资本而导致的负现金流。

（二）确定经济合理的并购交易方式

在房地产开发企业并购的实务中，常见的并购交易方式有三种：合并、资产收购和股权收购。合并是指两个或两个以上的企业相合并成为一个新的企业，包括两种法定形式：新设合并和吸收合并。新设合并主要是指公司与一个或一个以上的企业合并成立一个新公司，原合并各方解散，取消原法人资格。而吸收合并是指接纳一个或一个以上的企业加入本公司，加入方解散并注销原法人资格，接纳方存续。资产收购是指通过购买目标企业的全部资产，从而获得该企业的所有权的并购形式。股权收购是指购买目标企业发行在外的具有表决权的流通股股份，当收购方所获取的股份达到一定比例后即可取得目标企业的控制权的并购交易方式。

上述三种并购交易方式可能对房地产开发企业并购在下列几个方面产生不同的影响，收购方应当慎重考虑：

其一，谈判对象不同。若采取资产收购或者合并方式，则收购方仅需要同目标公司谈判即可；但若采取股权收购方式，那么由于交易对方是目标公司全体股东，因此，收购方要与一批股东或者其代表谈判，在这种情况下，收购进程可能会受到少数股东的阻挠。

其二，收购方所承担的风险不同。收购方如果采取合并的方式，那么存续公司或者新设公司要继承目标公司的全部债务；如果采取股权收购形式，那么收购方作为目标公司的股东，则应在其出资范围内对目标公司的负债承担有限责任；而若采取资产收购的方式，则收购方不承担目标公司的债务并且可以完全免除目标公司未来可能发生的“或有债务”。在风险的预见和考量方面，收购方需谨慎注意。

其三，并购协议及交接手续的复杂程度不同。这是由于在不同的交易形式下，目标公司的主体资格在并购结束后是否存续造成的。如果采取合并或者股权收购的方式，那么需要签订一系列内容极为复杂的协议，此外，合并方式下的交接手续也非常复杂，不仅要对目标公司原有的协议作出相应变更，而且必须逐项验收、办理各项已变更的权利，这主要是因为在合并的交易方式下，并购导致了并购双方主体资格的变更。但若采取股权收购形式则其交接手续相对简单易行。在资产收购形式下，由于并购双方的主体资格不受并购交易的影响，因此，企业并购实际上相当于一个买卖契约，只需要约定资产名称权利状况、交付等内容即可，不管是并购协议，还是交接手续，都相对来说比较简单易行。

其四，对目标企业雇员的负担不同。如果采取合并或者股权收购的方式，那么收购方则必须接纳目标公司的原有雇员，且继承原有的养老金等必要计划；如果采取资产收购形式，那么收购方无需接纳目标公司的雇员，也无需继承目标公司相关的养老金等任何计划。

（三）选择最优的并购财务方式

在房地产开发企业并购中，不同的金融交易工具和财务行为将导致

选用不同的财务方式。而选择不同的并购财务方式直接影响到房地产开发企业并购的价格、交付方式、交付时间等重要内容。所以依据企业并购的具体情况，选择最优的并购财务方式至关重要。

1. 常见的房地产开发企业并购财务方式

要确定房地产开发企业并购的财务方式，必须考虑两个因素，即融资手段和支付方式。融资手段是指收购方在筹集用以实施并购所需的资金时，应该采取何种金融工具。支付方式是指收购方应当通过何种资源获取目标企业的控制权。

（1）融资手段。

正如上文所述，融资手段涉及的是筹集用以实施并购所需资金的金融工具，一般主要有内部融资和外部融资两大渠道。内部融资对应的支付方式主要是现金支付方式，是指收购方利用留存盈余进行并购支付；外部融资是指收购方通过外部渠道筹集资金进行并购支付，包括债务融资和权益融资两类。其中，债务融资对应于债券支付方式和杠杆收购方式，是指收购方通过举债来筹集并购所需的资金；而权益融资对应于股票支付方式或交换方式，指收购方通过发行权益性证券（如股票）来筹集用于并购支付的资金。

（2）支付方式。

通过对国内外房地产开发企业并购实践的分析，一般常见的并购支付方式主要有以下几种：

其一，现金支付方式，包括：银行汇票、支票、电汇或者现款付款证书等等。在实践过程中，由于企业并购交易的收购价款额通常很高，所以收购方一般通过银行转账付款，而且很少会一次付清。收购方一般在签订并购协议的时候支付其中的一部分款项，交接工作完成之时再付清余款，其甚至可能要求推迟到交接完成一段时间之后再付清余款。现金支付方式具有交易迅速、清晰便捷等优点，通常受到目标企业的欢迎和青睐。但是对于收购方来说，现金支付方式需要筹集大量现金用于支付收购行为，这可能会给其带来巨大的财务压力。因此，在采取现金支

付方式的并购行为中，收购方通常是实力雄厚的企业，而目标企业多为中小型企业。如果并购标的额很高的话，收购方一般不会采用单纯的现金支付方式。在并购实践中，收购方为了降低风险，还会采取下列作法：即收购方通常与目标企业约定，先将并购价款的一部分交由双方共同指定的银行或者律所或者公证机构，由他们将价款存入一个专门开设的账号，如果目标公司在约定的期限内出现了或有债务，或者并购交易完成以后，收购方发现目标公司违反了其作出的陈述或者保证，给收购方造成损害的，那么收购方有权从该特定账户中直接划账从而获得赔偿。

其二，杠杆收购，即收购方通过负债收购目标企业的资产或股份。其本质就是举债收购，一般由主收购企业、投资者、投资银行或者其他商业银行及各类金融机构组成一个投资群体来完成。杠杆收购是一种高风险的项目贷款，以高负债率著称，投机成分浓。从实践来看，如果投资者采用此种收购方式的话，其目的并不是为了获得目标企业的经营控制权，而是希望通过并购，从资产雄厚的目标公司榨出现金后，再将目标公司转手卖出。

其三，证券支付方式，即收购方通过发行新证券（股票或债券）以换取目标企业（资产或股票）的并购过程。具体包括股票支付方式和债券支付方式两种形式。股票支付方式是指收购方通过发行新股以购买目标企业的资产或股票。债券支付方式是指收购方通过发行债券以获取目标企业的资产或股票，该种用于并购支付手段的债券必须具有一定的流通性及相应的信用等级。

其四，承担债权债务，即收购方以承担目标企业的债权债务作为对价以获取目标公司的控制权或所有权。在这种方式下，收购方支付的价格是目标公司债务和整体产权之比，而并不是一种确定的价格。支付方式特定，即收购方替目标公司向目标公司的原债权人偿还债务，从而间接完成向目标公司的支付。一般情况下，采取承担债权债务方式的条件之一是目标企业经营不善而导致的负债与其实有资产额基本相等，条件之二是并购双方均同意采取该方式，条件之三是应当取得目标公司原债

权人的同意。

2. 收购方应选择最佳的并购财务方式理论和经验作为指导

（1）指导并购财务方式选择的理论。

面对众多的融资手段和支付方式，收购方应当如何选择？针对这一问题，风险投资家及经济学家们依据不同的理论，从不同的角度全面分析了各种融资手段和支付方式的利弊。以下概述介绍，希望收购方可以从中获得如何选择最佳并购财务方式的启示和灵感：[①]

理论名称	理论内容或其项下的选择取向
投资现金流理论	并购财务方式的不同并不会影响收购方的价值
税收和破产成本理论	当债务发行的边际收益大于其边际成本时，收购方应选择债务融资方式实施并购交易，例如采用债券支付方式或杠杆收购方式
代理成本理论	当债务融资的边际收益大于其边际成本时，收购方应选择债务融资方式（债务支付方式和杠杆收购）以实现企业价值增加；反之，收购方应放弃债务融资方式以避免企业价值的减少
信息不对称理论	收购方应首选现金支付方式，其次是债券支付方式（或杠杆收购），最后才是股票支付方式

① 唐清林："非上市国有企业并购第四步——制定企业并购方案"，引自 http://www.law-lib.com/lw/lw_view.asp?no=6719，访问日期2009年3月2日。

Williamson 的交易成本理论	如果收购目标企业的资产专用性较低，收购企业应选择债务融资（债券支付方式或杠杆收购）；如果收购目标企业的资产专用性较高，收购企业就应选择股权融资（股票支付或交换方式）
Amihud Lev and Travlos 的控制权稀释理论	收购企业的管理当局如果要避免控制权的稀释，应选择现金支付方式或债务支付方式

（2）我国房地产企业并购财务方式选择的经验

我国企业并购的支付方式与西方国家有很大不同，除了类似的现金支付方式和换股收购方式外，我国还存在具有特色的并购支付方式，即承债收购、政府无偿划拨等。

一般情况下，我国房地产企业并购支付方式选择传统的现金支付，并通常与某种程度上的分期付款相结合；有些企业也采取股票收购方式，主要是资产折股，在流通股占比重较大时，也采取以股换股的方式，但案例很少；承债式收购方式在我国也被广泛采用，尤其在濒临破产的国有企业及 ST 上市公司收购中常被采用；政府无偿划拨的支付方式交易成本低，产权整合力度大，并购方还可以享受当地政府给予的各种优惠，但该方式容易被政府意愿控制，可能会让并购方背上沉重包袱。

（四）选择最优的并购模式

依据不同的标准，房地产开发企业并购可分为不同的模式。由于不同的并购模式直接影响到最终并购目标的实现，因此，并购模式的选择，是收购方在制定并购方案时需要慎重考虑和解决的先决问题。以并购双方行业关系作为区分标准，企业并购可分为横向并购、纵向并购和混合并购。从制定收购方案的实务角度出发，究竟选择何种并购模式对于收购方的发展具有宏观战略意义，是收购方需要深思熟虑的问题。

1. 并购模式选择的指导理论

（1）资源基础理论。该理论认为，企业是一个由各种资源所组成的集合，所以资源的差异导致了企业竞争力的差异。该理论对于并购模式

选择的启示在于：一方面，如果收购方不具备或缺少在某一行业尤其是其想进入的行业的战略资源，且很难在要素市场上获取时，可以考虑进行横向并购或纵向并购，但是如果通过横向并购或纵向并购的成本大于获取进入其他行业所需的战略资源时，可以考虑混合并购；另一方面，如果收购方拥有可以重复使用且不会贬值的战略资源，诸如商誉、商标等知识产权，或者拥有充裕的且可以转移到目标公司所在行业的资源，如资金、设备、原材料等时，则可以通过横向并购扩大企业的规模，实现最大的规模经济效应；如果并购企业所需要的战略资源缺乏从一种用途转移到另一种用途的可转移性时，则可以通过纵向并购来降低市场交易费用支出。进行相关混合并购企业一般拥有丰富的复用性资源，进行无关混合并购的企业拥有丰富的可分割性资源。

（2）竞争优势理论。20 世纪 80 年代初，波特的竞争优势理论成为战略管理的主流，该理论认为，企业制定战略与其所处的外部环境（即市场）高度相关，并且最关键的环境因素是企业所处的产业。该理论对并购模式选择的指导意义表现在：收购方应当分析自身所处房地产开发行业的特性和地位，如果收购方现处的房地产开发产业有吸引力并且其在该产业中占据优势地位，则可以考虑选择进行横向并购扩大自身的规模，或纵向并购巩固自身的地位；反之，则可考虑通过混合并购实行战略转移与撤退。

（3）企业核心能力理论。该理论认为，企业竞争力来源于企业的竞争优势和这种优势的持续性，前者以企业资源和能力为直接支撑，后者来源于企业的核心能力。所谓企业的核心能力，本质是指企业独特的、专用性的知识和资源。该理论为房地产开发企业并购模式选择带来的启示在于：横向并购，能使收购方原有核心能力在房地产开发行业中得以扩展、渗透和增强；纵向并购，可以使收购方获得相应的互补性资源，弥补核心能力的不足；混合并购，可以让收购方进入与企业现有核心能

力产生协同效应的新行业。①

2. 并购模式选择的思路

以上关于房地产开发企业并购模式选择的理论都有其道理，结合上述理论，收购方在选择并购模式时，可从以下思路着手：以房地产开发企业所处的竞争大环境作为背景，全面分析企业核心能力的物质载体，包括但不限于战略资源、核心能力的状态以及未来培育和扩散的方向等等，在此基础上再最终确定最适合自身发展的并购模式，以实现企业核心能力的不断增强和扩展，从而获得尽量持久的竞争优势。

根据以上思路，收购方在选择并购模式时，所依据的基础是全面分析其自身和目标企业所处的产业环境、所具备的和所需要的战略资源、核心能力的状态以及未来的培育和扩散方向。现对该思路中的分析关键点做详细介绍和论述：

其一，房地产开发产业及目标公司相关产业环境分析。产业环境分析包括对收购方现处的房地产开发行业的分析，以及对即将进入的目标公司所在行业的结构特性进行分析。首先，收购方应当对其现处的房地产开发行业中，该行业的技术特点、生命周期以及自身所处的竞争地位和未来趋势进行全面的分析。如果该行业处于繁荣发展的时期，同时收购方的核心能力相对于其竞争对手而言正处于增强期，那么收购方应该首要选择横向并购模式或是纵向并购模式；反之，收购方最好选择混合并购战略。不管最终选择哪种模式，都建立在收购方对其想进入的行业结构特征和市场机会等充分分析的基础上，需要考虑的综合因素主要包括该行业的预期投资回报率、进入壁垒的高度、产品生命周期、竞争程度以及发展前景等。

其二，收购方及目标公司的战略资源分析。众所周知，企业核心能力的本质是企业独特的、专用性的知识和资源，所以收购方若想确定并购模式，必须先全面分析自身以及目标企业的战略资源的特性，包括优

① 唐清林："非上市国有企业并购第四步——制定企业并购方案"，引自 http://www.law-lib.com/lw/lw_view.asp?no=6719，访问日期2009年3月2日。

势和劣势。收购方应当明确哪些战略资源是自己拥有的，哪些战略资源是自己所欠缺的，哪些战略资源在自己所处产业中具有优势，哪些资源又是实现自身发展战略所必需的。对于目标企业的战略资源分析，则要更加侧重目标公司所拥有的战略资源与收购方自身资源的互补性、兼容性程度，以及对收购方的发展战略是否具备有益性等等。收购方要想增加企业并购的成功率，就应当充分认识并理性分析自身及目标公司的战略资源，并在此基础上，选择最优并购模式。

其三，收购方企业核心能力的分析。企业核心能力处于一个既存及发展的动态过程。首先，对于既存核心能力，应当在目标公司选择上，寻找与其相关联或重叠的领域；其次，收购方识别自身核心能力并确定其培育方向后，通过选择正确的并购模式最终实现核心能力的扩展，并且可以从资源互补和协同的角度选择被并购的对象，从而大大降低其持续经营风险。

第四节　并购评价

房地产开发企业并购过程包含多个评价阶段，一般可分为并购前评价和并购后评价两大部分。并购前的评价是为了充分评估目标公司及并购方自身并购实力，从而降低并购风险；并购后的评价目的在于将并购是否成功、并购在哪些方面仍需改进等等告知管理者，从而对之后的公司重组起到重要的作用。本节从并购评价的原则出发，分别对并购前和并购后的评价进行分析。

一、并购评价的基本原则

根据一般并购评价的实践经验及相关的理论分析，本书把企业并购评价原则归结为以下五项：

（一）对被并购企业有利原则

一般情况下，收购方在决定并购前基本上考虑的都是单方利益是否可以获得最大化，但实际上，真正成功的并购是要达到双赢的目标。收购方在考虑自己能够在并购后获得何种利益的同时，也应当为被并购企业考虑，想一下并购可以为目标公司带来何种获益。这种获益的形式可以是多样化的，不仅包括直接的资金支持，还包括隐形的技术和管理能力的提高等等，这样的并购才可能最终获得预期的成功。

（二）企业文化可融合原则

在重组过程中，企业文化的重组是关键中的关键。该重组是否能够顺利进行，直接关系到最终并购是否成功。企业文化能否融合，需要在并购评价阶段予以判断。如果并购方与被并购方在企业文化方面有不可调和的冲突，那么除非并购方有足够的信心将其忽略，一般情况下，并购方都需要及时调整并购策略和方向。所以，存在共同的文化基础或者可融合的企业文化是并购评价中需要坚持的重要原则之一。

（三）并购自愿原则

在并购评价中，应该注意并购双方是否自愿，自愿的并购成功率会大大增加。在这个原则的运用过程中，主要应看收购方是否重视被收购方的员工、产品、市场及消费者等等。

（四）目标公司潜力原则

目标公司应当具有可改善的潜力，在产品、技术或者管理等方面存在一技之长，并且通过改善可以明显提高其效益。只有具备潜力性的目标公司，才可能成为收购方对被并购企业的最佳选择。

（五）并购多赢原则

并购后的第一年内，应当让双方的管理人员大部分都得到晋升，这样不仅会使双方的管理人员都相信并购给公司带来了机会，而且将对并购后的重组产生积极的推动力量。

二、并购前的评价

在并购一家公司之前，必须对其进行全面的分析，以确定其是否与公司的整体战略发展相吻合，了解目标公司的价值，审查其经营业绩以及公司的机会和障碍何在，从而决定是否对其进行并购、目标公司的价格以及收购后如何对其进行重组。

（一）对目标公司的分析

在对目标公司分析评价过程中，可以先从外部获得各方面有关目标公司的信息，然后再与目标公司进行接触。如果能够得到目标公司的配合，就可以得到目标公司的详细资料，以便对其进行周密分析。分析的重点一般包括：产业、法律、运营、财务等方面。

1. 对目标公司的产业分析

（1）产业总体状况。任何公司都是处在某个产业之中的，公司所处的产业状况对其经营与发展有着决定性的影响。产业分析主要包括以下几方面的内容：产业总体状况包括产业所处生命周期的阶段和其在国民经济中的地位、国家对该产业的政策等。大部分产业在发展过程中都要经历一个由产生、成长、成熟到衰退的周期，处于不同生命周期阶段的各个产业发展状况是不同的。如果一个公司是一个处于成长阶段的产业，则这个公司的市场发展前景就较好；反之，若一个企业处于衰退期，其发展就会受到相对的限制。

各个产业在经济发展的不同时期在国民经济中的地位是不同的，一定时期内一些产业处于领导地位，在国民经济发展中发挥巨大作用，这些产业很容易受到政府重视，得到政策的扶持，如果进入到这些产业中，容易从中受益，房地产开发行业就属于这种类型。

（2）产业结构状况。这可以根据波特的五种基本竞争力量：潜在进入者、替代品生产者、供应者、购买者和行业现有竞争力量来进行分析。这五种竞争力量组成了产业结构的状况。公司所处的不同产业结构状况

对公司的经营有着重要影响，如果一个公司所处的产业结构不好，即使经营者付出很大努力，也很难获得一个好的回报。

（3）产业内战略集团状况。产业内各竞争者可以按照不同的战略地位划分为不同的战略集团，一个产业中各战略集团的位置、战略集团之间的相互关系对产业内企业的竞争有着很大的影响。如果一个产业内各战略集团分布合理，公司处于有利的战略集团的有利位置，这对公司的发展经营十分重要。

通过以上对目标公司所处的产业状况分析，可以判断对目标公司的并购是否与公司的整体发展战略相符，并购后是否可以通过对目标公司的良好经营来获取收益。

2. 对目标公司的法律分析

对目标公司的法律分析，主要集中在以下几个方面：

（1）审查公司的合同、章程。在对公司合同、章程的审查过程中，应该注意对收购、兼并、资产出售等方面的规定，以及在并购中经过百分之几以上的投票认可方能进行的规定；公司章程和合同中有无特别投票权利限制。另外，对公司董事会会议记录也应当进行审查。

（2）审查财产清册。应审查公司财产的所有权以及投保状况；对租赁资产，应看其契约条件是否有利。

（3）审查对外书面合约。应该对被收购公司使用外界商标、专利权，或授权他人使用的约定，以及租赁、代理、借贷、技术授权等重要契约进行审查，注意在目标公司控制权转移之后，这些合约还是否有效。

（4）审查公司债务。注意其偿还期限、利率及债权人对其是否有限制，例如是否规定了公司的控制权发生转移时，债务立即到期。

（5）审查诉讼案件。对公司的过去诉讼案件或者或有诉讼案件进行审查，看是否有对公司经营有重大影响的诉讼案件。

3. 对目标公司的经营分析

对目标公司的经营分析，主要包括对目标公司运营的大致状况、管理状况和重要资源等的分析。

（1）运营状况。通过对目标公司近几年经营状况的了解，分析其利润、销售额、市场占有率等指标的变化趋势，对今后的运营状况作大致的预测，同时找出问题所在，为并购后的管理重组提供基础。

（2）管理状况。分析评价目标公司的管理风格、管理制度、管理能力、营销能力，分析并购后其是否能与收购方公司的管理相融合。

（3）重要管理资源。通过分析目标公司的人才、技术、设备、无形资产等，以备在并购后充分保护和发挥这些资源的作用，促进整个公司的发展。

4. 对目标公司的财务分析

对目标公司的财务分析十分重要，主要是为了确定目标公司所提供的财务报表是否真实地反映了其财务状况。这一工作可以委托会计师事务所进行，评价的重点主要包括资产、负债和盈利能力。评价资产时应该注意各项资产的所有权是否为目标公司所有；资产的计价是否合理；应收账款的可收回性，有无提取足额的坏账准备；存货的损耗状况；无形资产价值评估是否合理等。对债务的审查评价主要集中在查明有无漏列的负债，如有则应提请公司调整。另外，应查明以前各期税款是否已经足额缴纳，防止收购后由收购方缴纳并被税务部门罚款。

实践中对目标公司的财务评价可以采用如下指标：

（1）企业各种财务比率。变现能力比率，主要反映企业资产的变现能力和短期偿债能力的大小，包括流动比率、速动比率；资产管理比率，用来衡量企业在资产管理方面的效率，包括营业周期、存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率；负债比率，主要反映企业的资本结构是否合理，评价企业的长期偿债能力，包括资产负债率、产权比率、有形净值债务率（负债总额/（股东权益—无形资产净值）×100%）、已获利息倍数；盈利能力比率，主要从不同角度测算其盈利能力水平，包括销售净利率、销售毛利率、资产净利率、净值报酬率。

（2）资本结构。企业的资本结构是指企业各种长期资金来源的构成和比例关系。它既是决定企业综合资本成本的主要因素，又是反映企业

财务风险程度的主要尺度，它将直接影响企业的盈利能力。通过计算分析被并购企业的经营杠杆系数、财务杠杆系数、总杠杆系数，了解其经营风险、财务风险和总风险，以决定并购后如何调整资本结构，合理规避风险，充分发挥杠杆效应，实现更大的经济效益。

（3）投资回收率（RIO）。该指标是指收购方公司兼并目标公司后取得的净收入的增加额与兼并的总投资额之比，主要衡量由于并购公司的兼并投资所产生的增量效益与投资总额的比率。即：

RIO = 年净收入增加额/兼并总投资 × 100%

（4）剩余收益。该指标是指目标公司的营业利润超过其预期最低收益部分，这个预期收益是根据对目标公司的投资占用额和并购公司管理当局确定的预期最低投资报酬率确定的。如果目标公司的营业利润超过了并购公司预期最低报酬率，则为集团带来了剩余收益。

（5）经济增加值（EVA）。该指标可以测定公司在某一年份中所创造的经济价值，其定义为：

EVA = 投资资本额 ×（投入资本收益率 - 加权平均资本成本）

或者：EVA = 调整后报告期营业利润 - 投资资本费用。

该指标综合了公司投入资本规模、资本成本与资本收益等多种因素。与各种静态指标相比，作为一项并购投资，只有当投资者从目标公司收益中获得大于其投资的机会成本后，才表明股东从并购活动中获得了增值收益。

（6）市场增加值（MVA）。市场增加值与经济增加值都是在资本收益中扣除资本成本，但经济增加值中的资本收益率及资本收益是以会计意义上的经营利润为计量依据的，而市场增加值是以资产的市场价值为基础对企业经营业绩的衡量。市场增加值是以未来的预期现金流量为计量依据，来评价企业中长期的经营收益和资本增加能力的。

MVA = 期末公司调整后的营业净利润 - 按期末公司资产的市场总价值计算的加权平均资本成本

（二）自身并购实力的评价

在企业并购中，收购方正确评价自身的并购实力也是至关重要的一个环节，下面从以下几个方面论述这个问题：

1. 收购方经营能力评价

收购方首先应该对自身的经营能力进行足够的分析。经营能力包括公司的管理能力、市场营销能力、技术开发能力等。

（1）管理能力。收购方应当对自身的管理能力作出正确评估，判断自身是否有盈余的管理能力和优秀的管理人才投入到并购后公司的管理重组中来。目前大多数的并购是强并弱的形式，那么针对并购后的目标公司，收购方应有足够的管理阵容提高其经营业绩。收购方应在对自身管理能力评估的基础上，再确定是否进行并购的策略，要么放弃，要么引入优秀管理人才，增加自身管理能力和经验。只有在具备盈余管理能力的前提下，并购策略才能有成功的可能。

（2）市场营销能力。主要分析收购方产品的市场占有率、销售增长率、分销商的数量、服务能力等，考察收购方公司是否有足够的营销能力来拓展目标公司的销售市场。

（3）技术开发能力。主要考察收购方公司的研发能力，一般根据收购方公司研发机构的水平及每年投入的研发费用，市场上销售新产品的比重，产品性价比来判断。如果收购方公司有足够的研发能力，公司就有潜力，可以带动目标公司产品的开发。

2. 收购方财务评价

在对管理能力进行评估后，就应该对并购公司的财务进行评价，看收购方是否有足够多的财务能力投入到并购后的管理重组。主要包括对以下财务指标的分析：

（1）近几年的净利润增长率。对公司近几年的净利润进行分析，考察公司的利润增长率，结合公司近期的产品投资情况，评估收购方公司在未来经营中是否有较大的发展空间，因为对于目标公司的重组需要一个较长时间的过程，在这段时间内，目标公司的主要利润来源还是依靠收购方公司。因此，收购方公司应该有足够的现金流来支持目标公司的

运行。

（2）其他一般比率分析。这里面包括一些衡量财务风险的比较重要的比率，跟目标公司财务分析类似，例如资产负债率、财务杠杆等，通过这些比率评价并购是否会给收购方公司带来财务风险。

3. 收购方筹资能力分析

在企业并购中，收购公司要付给目标公司不同数额的资金，因此，如何筹集这些资金成为公司并购实施过程中一个重大的问题。在并购决策前，也应该对筹资能力进行仔细评价。

（1）筹资渠道的选择。从筹集资金的来源的角度看，筹资渠道可以分为企业的内部渠道和外部渠道。

①内部筹资渠道。企业内部筹资渠道是指从企业内部开辟的资金来源。从企业内部开辟资金来源是指筹集满足日常生产经营活动之外的资金。一般在企业并购中，企业都尽可能选择这一渠道，因为这种方式保密性好，企业不必向外支付借款成本，因而风险较小。

②外部筹资渠道。外部筹资渠道是指企业从外部所开辟的资金来源，其主要包括：借款、扩充股本、发行企业债券、引进新的投资者等。从企业外部筹资具有速度快、弹性大、资金量大的优点，因此，在并购过程中一般是募集资金的主要来源，但其缺点是保密性差，企业需要负担高额成本。因此，从企业外部筹资具有较高的风险，在使用过程中应当注意。

（2）筹资方式的选择。随着我国金融市场的发展，企业的筹资有多种方式可以选择，在并购中企业可以根据自身的实际情况选择合理的方式。

①借款。企业可以向银行、非金融机构借款以满足并购的需要。这一方式手续简便，企业可以在较短时间内取得所需的资金，保密性也很好。但企业需要负担固定利息，到期必须还本归息。如果企业不能合理安排还贷资金就会引起企业财务状况的恶化。

②发行债券。债券就是公司按法定程序发行并承诺在指定的时间内

偿还本金并支付一定利息的有价证券。这一方式与借款有很多的共同点，但债券融资的来源更广，筹集资金的余地更大。

③普通股融资。普通股是股份公司资本构成中最基本、最主要的股份。普通股不需要还本，股息也不像借款和债券一样需要定期定额支付，因此风险很低。但采取这一方式筹资会引起原有股东控制权的分散。

④优先股融资。优先股综合了债券和普通股的优点，既无到期还本的压力，也不必担心股东控制权的分散。但这种方式税后资金成本要高于负债的税后资本成本，且优先股股东虽然负担了相当比例的风险，却只能取得固定的报酬，所以在发行效果上不如债券。

⑤可转换债券融资。可转换债券是指可以被持有人转换为普通股的债券或优先股。可转换债券由于具有转换成普通股的权利，因此其成本一般较低，且可转换债券到期转换成普通股后，企业就不必还本，而获得长期使用的资本。但这一方式可能会引起公司控制权的分散，且如到期后股市大涨而高于转换价格，则会使公司蒙受财务损失。

⑥购股权证融资。购股权证是一种由公司发行的长期选择权，允许持有人按某一特定价格买入既定数量的股票，其一般随公司长期债券一起发行，以吸引投资者购买利率低于正常水平的长期债券。另外，其是在金融紧缩期和公司处于信任危机边缘时，给予投资者的一种补偿，鼓励投资者购买本公司的债券。它与可转换债券的区别是，可转换债券到期转换为普通股并不增加公司资本量，而认股权证被使用时，原有发行的公司债并未收回，因此可增加流入公司的资金。

（3）筹资成本分析。筹资成本即资金成本，是指公司为取得并使用资金而付出的代价，其中包括支付给股东的股息和债权人的利息等。在并购筹资过程中，公司必须在筹资风险与筹资成本之间做出权衡，以便公司保持一个合理的资本结构，保障良好的运营。一般公司在并购过程中都是从多种来源筹集并购所需资金的，因此各种资金的成本也是不同的，为了估算全部融资的综合成本，需要对资金成本进行加权计算，其公式为：

$$K=\sum_{i=1}^{n} WiRi$$

公式中，K——加权平均资金成本率；

Wi——第 i 种资金占全部资金总额的额比例；

Ri——第 i 种资金的资金成本率。

（三）对并购风险的分析

在企业并购过程中，财务风险一般有以下几种：

1. 融资安排风险

企业并购可以以自有资金完成，也可以通过发行股票、对外举债融资完成。以自有资金进行并购虽然可以降低财务风险，但也可能造成机会损失，尤其是抽调本企业宝贵的经营资金用于并购可能会导致企业正常周转困难。融资安排是企业并购计划中非常重要的一环，在整个并购链条中处于非常重要的地位，如果融资安排不当或前后不衔接都有可能产生财务风险。融资超前会造成利息损失，融资滞后则直接影响到整个并购计划的顺利实施，甚至可能导致并购失败。

2. 融资结构风险

企业并购所需的大量资金很难以单一的融资方式加以解决。在多渠道筹集并购资金的情况下，企业还面临着融资结构风险。融资结构包括企业资本中债务资本与股权资本结构。债务资本中包括短期债务与长期债务结构等。合理确定融资结构，一要遵循资本成本最小化原则；二是债务资本与股权资本要保持适当的比例；三是短期债务资本与长期债务资本要合理搭配。在以债务资本为主的融资结构中，比如杠杆并购，当并购后的实际效果达不到预期时，将可能产生利息支付风险和按期还本风险。在以股权资本为主的融资结构中，当并购后的实际效果达不到预期时，会使股东利益受损，从而为敌意并购者提供了机会。即使完全以经营资金支付并购价款，也存在一定的财务风险。在企业发展过程中，企业不但面临许多不确定因素的影响，同时也存在一些新的发展机会，当这些不确定因素和发展

机会同时出现时，便需要一定的资金支持，而企业重新融资是需要时间的，一旦企业的经营资金用于收购而更新融资又出现困难的情况下，不但会造成机会成本增加，还会产生新的财务风险。

3. 资金使用结构风险

企业并购所融资金在使用方面包括三个内容：并购价格是指支付给目标企业股东的买价；并购费用是指为完成并购交易所需支付的交易费用和中介费用；增量投入成本是指为启动目标企业的存量资源，发挥并购双方资源优势而支付的启动资金和输出管理、技术、品牌等无形资产支出以及其他配套投入成本。

一般而言，买价和并购费用合称为狭义的并购成本，它是为了完成并购交易所必须付出的代价；狭义的并购成本与增量投入成本合称为广义的并购成本，它是为了取得并购后的主要经营收益所必须付出的代价。在企业并购资金的使用安排上，企业首先支付的是并购费用，其在并购成本中所占比例较小；其次是支付目标企业的买价，买价可一次性支付，也可分期支付。在分期支付的情况下，不但可以暂时缓解企业融资的压力，还可以在目标企业一旦出现的不确定因素所造成的损失使收购方难以承受的情况下，通过毁约以降低损失的程度；最后是支付增量投入资金，尤其是生产经营急需的启动资金、下岗职工的安置费用等。在企业并购所融资金的使用方面，不但在时间上要按照顺序保证三个方面的资金需要，而且要在空间上做出合理的分配。因此，企业并购资金不但有量的要求，而且还有使用结构的要求。任何方面的安排不当，都将影响到企业并购效果的如期实现。

财务风险在企业并购风险中处于非常重要的地位，小到支付困难，大到企业破产，都和财务安排不当有关。企业并购中较高的债务结构往往使收购方由于债务负担沉重，导致其在并购环节“成功”完成后，却由于并购后没有相应的效益来支付本息而破产。

合理选择收购方式是制定并购策略的重要部分。认真研究并购双方资源的互补、关联和协同程度，全面分析影响并购效果的风险因素和风险环

节，然后按照风险最小化原则选择收购方式和实现的途径，如先租赁后并购、先托管后并购、先参股后控股等，是防范并购财务风险的关键。

（四）并购前对并购协同效应的预测

获取协同效应是企业并购的一个重要目标，如果并购后无利可图，战略并购者们将不会让其发生。所以，在并购前，还应该确定并购后是否会出现协同效应。现主要从以下几个方面预测并购后的协同效应。

1. 经营协同效应

经营协同效应是指并购给企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益。其最明显的作用，表现为规模经济效益的取得，并使资本加速集中，更有利于企业在竞争中取得优势地位。兼并后企业的总体效益要大于两个独立企业效益的算术之和。由于在机器设备、人力或经费支出等方面具有不可分割性，因此产业存在规模经济的潜能。横向、纵向甚至混合兼并都能实现经营协同效应。

例如，A公司擅长营销但不精于研究开发，而B公司正好相反时，如果A公司兼并了B公司，那么通过两者的优势互补将产生经营上的协同效应。协同效应存在的关键因素是：目标公司控制着某种特殊资源，如果与出价公司资源相结合，将产生更大的价值。

并购前应该对收购方公司和目标公司的经营情况进行衡量，判断协同效应是否会出现。

2. 财务协同效应

财务协同效应是指由于并购后的互相连通和协调一致给企业财务方面带来的种种效益，而且这种效益的取得不是出于效率的提高而引起的，而是由于会计处理惯例以及证券交易内在规律而产生的。在对财务协同效应进行预测时，主要从以下几个方面考虑：

（1）并购导致的杠杆效应。企业并购导致企业资本扩大，降低了合并企业破产的可能性，偿债能力和取得外部借款的能力提高。由于破产风险的降低，从而使企业的举债能力得以提高，这使企业筹集资金更为容易。

（2）节约融资成本，降低交易费用。并购扩大了企业的规模。一般情况下，大企业更容易进入资本市场，而且在资本市场上，大企业具有某些特定的融资优势，从而有效降低了融资成本。这是因为它们可以大批量发行证券，从而使证券的发行成本相对降低（财务规模经济），而且大企业在过去已经通过各种途径、方法向市场证明了其稳健的获利能力、良好的偿债信誉，因此，在进行融资时其所需支付的风险溢价也相对降低。

（3）并购产生的预期效应将加速股东财富的增加。并购预期效应，即由于并购活动引起股票市场对企业股票评价发生改变而产生的收益。一个企业被其他企业并购，被认为向人们传达了该企业的价值被市场低估和该企业的管理层将采取更有效率的管理活动的信息，因此，并购的消息传出，必然引起并购双方股票价格的巨大波动。而且若并购的是那些市盈率较低、但每股收益又较高的被市场低估的企业，则可以使收购方的每股收益不断上升，股价保持持续上升的趋势，并从中获取利益。

3. 管理协同效应

所谓管理协同效应是指当两个管理能力具有差别的企业发生并购之后，合并企业将受到具有强管理能力企业的影响，表现出大于两个单独企业管理能力总和的现象，其本质是一种合理配置管理资源的效仿。

管理协同效应是这样产生的：决定管理能力的主要因素有组织经验和组织资本两个。组织经验是在企业内部通过对经验的学习而获得的组织技巧和能力的提高；组织资本是指企业特有的信息资产，它随时间而积累，用来提高生产率，主要包括：在分配给雇员适当任务和组成雇员小组时使用的信息，以及每位雇员获得的关于其他雇员和该组织的信息。当企业并购发生时，两个至关重要的管理因素就有可能从“密度”较大的企业，转移到“密度”较小的企业中。从而实现人力资源——管理能力的最佳配置，提高合并后企业整体的管理水平，这就产生了管理协同效应。

要想对并购后的管理协同效应进行预测，当然也应该从这两个决定因素入手，如果并购双方中有任何一方拥有先进的管理经验，那么管理

协同效应就有可能发生。

此外，在并购前，收购方还应该全面评估并购后将会出现的负协同效应。这些负协同效应有时是因为收购方对于管理一个更大的企业自身执行力不够，有时是因为期望通过并购而降低费用却适得其反。例如，在美国的一个零售银行并购案中，收购方期望通过并购可以节省的费用的利益会大于丢失部分并购对象的客户所带来的损失。但事与愿违，并购后收购方逐渐发现越来越多的原被收购方客户离去，而众多客户离去造成的损失已大大超过并购后降低的营业费用，以致整个并购行为亏损。如果并购中的收购方已经做了尽职调查的话，他会发现在很多地方营业点的客户对原营业点有很大的依赖性，并购后尽管通过关闭一些营业点节省了费用，但该营业点的原客户也随之大量流失。统计表明，多数并购后的企业会丢失至少2%至5%原本属于两家并购前企业的客户。

其实，对多数收购方而言，他们本可以在这一点上做得更好。他们可以从行业协会或各类新闻中找到大量关于并购造成顾客丢失等方面的信息，然后根据这些信息和企业自己的情况辨别出能影响并购造成的客户流失的关键因素。这样做有助于并购者更清晰地识别并购对于营业额的负协同效应。①

三、并购后的评价

并购交易完成后，仍然需要对并购作出的评价，称为并购后评价，其主要目的是确定并购结果是否成功、哪些方面已成功，以及哪些方面存在发展潜力和优势，从而为下一步的重组工作做好充分准备。在实践过程中，企业高层管理者或者投资银行家在完成并购前评价后，很容易忽视并购后的评价，然而该环节却是不可缺少的，将为提高并购重组成功率发挥重大作用。并购后评价主要是对并购后公司的财务效益和非财

① 张夕勇：《并购与管理整合——正在改变着中国与世界》，中国财政经济出版社，2004年版，第191-201页。

务效益进行评价。

（一）财务效益评价

结合并购后企业的行业现状和自身情况，依据财务效益的各个组成要素，可以对并购后公司的财务效益进行评价。

1. 资本成本降低率

资本成本降低是指当一个需求增长低于整个经济增长的行业中的企业，并购一个在需求高速增长行业中经营的企业时，通过兼并和使用并购企业低成本的内部现金达到降低合并后企业的投资成本，从而抓住目标企业所在行业中可以获得的投资机会。

2. 资本积累增加率

资本积累增加指通过“大鱼吃小鱼”的办法，将分散的小资本整合成统一的大规模资本。企业并购是加速资本积累的重要条件，同时，并购尤其是杠杆收购的兴起，使不具备并购实力的企业，也可能进行并购，从而使企业通过扩大外部规模增加资本积累的速度大大加快。并购本来就是一个扩张的过程，在并购后的评价中，应该注意到此次并购是否为公司的资本积累做了很大的贡献，企业的有效规模是否确实增加了。

3. 超常利润水平

企业经营活动的最终目的在于价值增值，并购的所有动因都在于获取超常利润。超常收益是由事件期间内的实际收益与未发生这种事件时期的预期基准收益相减后的差额。如果超常收益为正值，则表明收购事件给股东创造了附加值；为负值，则表明收购对股东不利。

企业并购机制的利润效应表现为：一方面是短期行为效应，为获取近期利益；另一方面是长期效应，获取先进技术，进行专业化分工与协作，最后取得长期的利润最大化。同时，一方面是资本集中加强，垄断程度提高，给企业带来了一些弊端；另一方面是企业规模扩大，可以取得一些合理的规模经济，优化组合。各种不同类型的企业依据企业不同的特点，采取不同的并购策略，可以获取各种不同种类的利益所得。但是，可以肯定，并购本身并不能使经营成功，并购后的集团企业要追求

长期稳定的效益增长，必须进行并购后的一系列重组，才能更有效地利用其控制的资源，才可能寻求永久的效益增长。

4. 财务协同效应的实现

并购后财务重组的效果也就是财务协同效应的实现情况。并购的业绩最终是通过财务数据表现出来的，因此，财务协同的实现是衡量一次并购成败的重要因素。一般来说可以根据以下几个指标衡量：

（1）节税效应。并购双方重组后，节税效应发挥出来。一方面，并购后减少了很多外部交易，一些流转税可以节省；另一方面，并购后合并公司进行合并报表，统一缴纳企业所得税，可以节省大量的所得税；再者，并购双方可能有一些免税的项目进入并购后公司，同样可以节省税费。并购后，应该及时对这些事项进行核查，如果节税效应还没有完全发挥出来，那么在以后的重组过程中就应该注意。

（2）降低成本。不管是横向并购还是纵向并购，降低交易成本是必然的，这个可以通过成本核算进行考察，也可以通过合并后的财务报表数据进行评估。

（3）整体财务能力是否提高。对于合并后公司整体财务能力的评价，应该依据并购后几年内的财务报表，通过一些财务比率进行评价。例如衡量收益性的比率有：总资产报酬率、所有者权益报酬率、毛利率、销售利税率、净利润率、成本费用利润率、每股利润、股利报酬率、市盈率。并购后公司流动性分析的指标有：存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率。并购后公司安全性分析的指标有：流动比率、速动比率、负债比率、权益乘数、负债股东权益比率、利息保障倍数。并购后公司成长性分析的比率有：销售收入增长率、税前利润增长率、固定资产增长率、人员增长率、产品成本降低率。

（二）对并购后公司非财务效益的评价

对企业并购的效益评价，不仅包括财务方面的评价，还包括一些非财务指标的评价，包括影响并购后企业的发展和核心竞争力的其他因素。

并购交易完成，代表并购双方共同实现了某些战略目标，包括在市

场中取得市场优势地位，达到市场或产品的扩张，或者降低了平均资本成本等等。以上战略目标可能互相影响，并由一种或几种处于主导地位。因此，在对企业并购效果的评价中，既要包括对财务协同效应的评价，如筹资能力、筹资成本、资本积累等方面的评价，也要包括对获取竞争优势、实现企业经营战略、产生经营协同、实现管理协同效应等方面的非财务评价。另一方面，由于多种动因中最终的并购目标仍然是增加企业价值，使股东财富获得长期稳定的增长，但在不同的时期，面临不同的经济环境和竞争对手的情况下，可能出于战略上的考虑，或是基于战术上的需要，或是其他动因，企业的总目标总是要通过各种分目标或非财务目标来实现的。所以，考核评价时，应将财务效益评价与非财务效益评价相结合。

企业并购的非财务效益评价，应着手于微观和宏观两方面。具体可以对以下几个非财务因素进行评价：

1. 并购是否达到合理的规模经济

规模经济是并购产生的一个极其重要的动因。在评价一次并购成功与否时，我们必然需要对并购是否实现了规模经济的目标进行评价。判断一个企业是否达到规模经济的衡量标准主要包括：并购后经过产业重组是否大幅度降低各种成本，重组后是否大幅度扩大了产品的营销渠道以及重组后生产规模是否达到合理水平。

2. 并购是否促进企业间关系的和谐发展

从并购本身含义出发，并购是一家企业吞并另一家企业，其产生的一个重要动因在于企业之间存在差异性。各个企业都有各自不同的优势和弱点，有差异就必然会产生融合和学习的机会，并购的目标在于扬长避短，共同发展。这些差异性的存在，使企业之间相互协调，彼此补充，从而共同和谐发展的目的。因此，并购后，需要对企业间关系是否有了很大改变进行评价，从而了解并购成效如何，并购目标是否实现。

3. 并购是否促进生产关系发展

对于生产关系的促进性，主要包括，通过并购是否提高了劳动生产

率，合并公司的技术水平或自动化水平是否有了显著提高，此次合并是否给生产方式、管理模式带来创新性变革。

4. 并购是否提高抗风险能力

考察并购后的企业是否提高了抗风险能力，主要看并购是否实现了多元化经营，多元化经营是分散风险的有效方式。此外，还应当注意在多元化经营过程中，并购企业或被并购企业是否继续拥有并购前自身的核心竞争力，从而持续保持行业的优势地位。

5. 并购是否形成合理的产业及产品结构

主要看并购是否促成新技术部门的建立、有无新技术或新产品的产生，对提升核心竞争力有无积极影响；还要看并购后是否提高了企业存量资产的运行效率，加快应收账款的变现能力，从而更加有效的利用现有资产，提高企业生产运营能力。

6. 并购是否提高了企业市场占有率，提升了企业市场地位

对比并购前、后企业的市场占有率份额，是判断并购成效的方式之一；此外，并购是否提升企业市场地位，并不要求企业摆脱竞争压力，而是从企业的绝对规模和相对规模两个角度进行分析判断。其中，企业的相对规模分析要素包括市场占有率、主导能力、资金优势、市场的准入壁垒、产品技术含量水平以及供应商和消费者对相关企业的依赖方面。

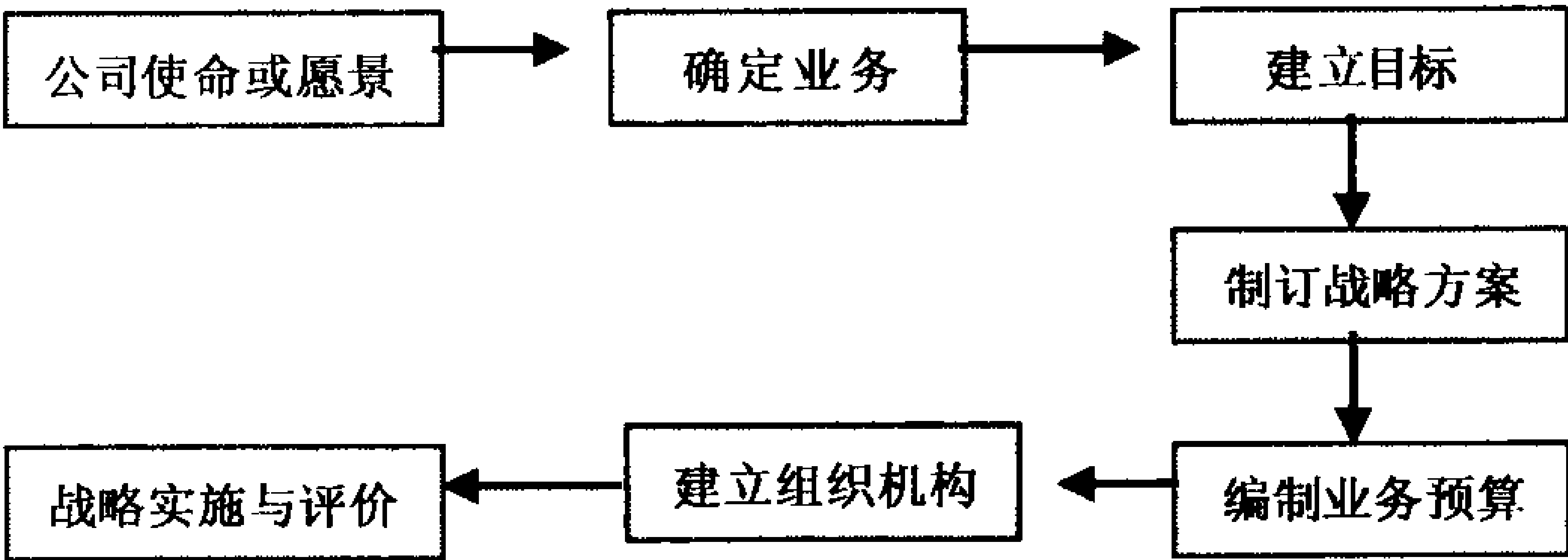
第五节　并购后的管理—重组

从中外企业并购的结果看，并购成功率仅为50%左右，而一旦并购未达到预期目标，将导致很多不利后果。例如，企业经营业绩下降、市场占有率增长低于行业平均水平、有些中高级管理人员跳槽、职工消极怠工等等，而这些不利结果基本上都围绕着并购后管理整合（即重组）的实施目的和效果。

一、战略管理重组

战略一词来源于希腊语“Strategos”，本源涵义是指将军指挥军队的艺术。依据学者观点，战略为“企业面对激烈的市场变化和严峻的挑战，针对当前和今后长期的竞争环境，为求得企业长期生存和不断发展而进行的总体性谋划”。

依据战略的管理过程，战略管理重组可分为战略规划和战略的组织实施两部分，具体可分为七个步骤，如下图所示：



在房地产开发企业的并购重组中，以企业战略为基础事先制定好收购计划而进行的并购重组，比一时冲动抓住一个市场机会产生并购念头而进行的并购重组更容易成功。并购过程中的战略重组有着积极且重要的作用，因为它不仅可以进一步明确和调整房地产开发企业的战略定位，而且可以对公司的业务发展方向和业务扩张范围做进一步的修正和丰富。

（一）同属于房地产开发行业的并购与被并购企业的竞争战略重组

房地产开发行业竞争战略是指在房地产开发行业中寻求有利竞争地位的策略，其目的是针对决定竞争的多种影响力而建立长期盈利且持续发展的地位。该竞争战略的选择由两部分组成，一部分是在房地产开发行业中决定竞争地位的因素，另一部分是长期盈利能力及决定长期盈利能力的因素。

看房地产开发行业是否具有吸引力，应依据内外部环境的优势与劣势、机会与威胁分析法，即 SWOT 分析法（Strength and Weakness，Opportunity and Threaten），进行分析判断。该分析法可发现公司所处房地产开发行业的竞争优劣势，从而改变市场竞争地位的因素，调整企业竞争战略。

房地产开发企业在市场的竞争地位情况一般可分为四种，如下表所示：

序号	市场竞争地位	市场占有率	所处市场地位	选择的策略
1	市场领先者	35%以上	领导地位	进攻策略，主动出击保持领先地位。
2	市场挑战者	20%以上35%以下	进攻地位	根据自身实力，采取相应的进攻策略，提供份额。
3	市场追随者	10%以上20%以下	防守地位	有选择的追随
4	市场补缺者	5%以上10%以下	劣势地位	差别化策略，补充空缺市场。

一般情况下，在并购重组过程中或其结束后，收购方都需首先分析，通过本次并购，其市场地位是否已提升、市场占有率是否已提高、竞争优势是否获得加强，是否对竞争对手形成新的竞争压力等等。分析后再提出新的竞争战略，进一步提高收购方的竞争能力和优势，最终提高该房地产开发企业的综合竞争力。

（二）与房地产开发企业非同行业的并购与被并购企业的竞争战略重组

通过并购实现公司的战略移转及企业的多元化发展，越来越成为各行业企业发展的主要手段之一。任何一个企业，任何一种产品（业务）

都有其生命周期，而每个周期的长短都由企业的综合竞争力水平决定。在房地产开发行业以及与其不同的行业中，同样存在着不同产品（业务）的不同生命周期，因此，并购双方各自拥有不同的综合竞争力，也拥有各自不同的发展战略。

若并购前，收购方的战略相对优势一些，而被收购方的战略相对落后，但当两家公司完成并购后，这一切已无足轻重了。因为并购后的企业是一个新形成的企业，而这个新企业便需以企业新拥有的资源和变化为基础，根据新的内外部环境，从而面临新的战略重组。这种战略重组，对于不同行业的两个企业来说，是双方战略的协调和融合；而对于重组后的新企业而言，却是一个重新制订战略的过程，从而通过业务调整，实现公司战略的移转。

此类战略重组，一般要从两个层面来分析，即业务战略和竞争战略。

业务战略的重组包括：1. 重新分析设计并购重组后的企业业务，明确主要业务和次要业务；2. 分析市场需求和环境变化，从而制定各个业务的目标和计划；3. 依据各个业务的自身特点及要求，确定各个业务的管理和运作模式；4. 依据各个业务的重要层级及发展规划，重新分配企业内部资源；5. 评估各个业务已具有的及将具有的核心竞争力，从而提出融合及发展的策略。

竞争战略的重组包括：1. 分析、评估并购重组后企业面临的新竞争环境；2. 根据制订的业务战略目标和计划，细分目标市场，且重新评估竞争对手，运用内外部资源，重组提高新的竞争策略；3. 根据竞争策略对业务进行重新组合，对人员、渠道、价格、服务等进行优化配置；4. 制订阶段竞争战略计划且做好绩效评价。

【案例分析】

香港华润创业并购北京华远房地产①

1994 年，香港华润创业有限公司（以下简称“香港华创”）联合香

① 张夕勇：《并购与管理整合——正在改变着中国与世界》，中国财政经济出版社，2004 年版，第 237 - 238 页。

港太阳世界有限公司和美国国泰财富有限公司共同设立注册坚实发展有限公司（以下简称“坚实公司”）。同年12月，坚实公司认购了北京市华远房地产股份有限公司（以下简称“北京华远”），新发行股份40625万股，占52%的股份，成为北京华远的控股股东。1996年，北京华远再次扩股21875万股，坚实公司追加认购其中的21874.71万股，至此，坚实公司共持有北京华远62.5%的股份，实现了对北京华远的间接并购。

而接下来的问题是作为主营物业投资、货仓储运和冷藏业及策略投资业的香港华创，与主营房地产开发的北京华远如何完成跨行业的战略重组和资源共享。经专业人士分析，实践中两家公司主要从下列几方面最终实现了战略重组：

1. 首先要了解的是香港华创是一家经营和业绩都优良的公司，而北京华远同样也是房地产业一家优良的企业，每股收益三年平均在0.50元以上。因此，香港华创与北京华远的并购，不是通常的强势企业并购弱势企业，而是强势企业并购优势企业。

2. 基于上述原因，香港华创把并购后的北京华远的主营业务房地产开发仍然作为并购后北京华远的主营业务，实现了战略的延续。同时，融合香港华创物业投资和策略性投资业务到北京华远公司中，实现北京华远传统业务与新业务的重组。

3. 为保持北京华远公司战略的持续稳定发展，香港华创公司经过广泛调研，与原北京华远控股股东协商后，决定公司董事长、总经理仍由并购前的北京华远公司董事长、总经理担任，11名董事会成员中方5名，外方基本不参与公司日常的经营管理，这样从制度上稳定了北京华远的经营管理团队。

在并购公司战略重组上，还有两点是需要重点强调指出的：一是确定明确的战略后才能付诸实施，这是并购前的首要因素，也是并购成功的必要条件；二是并购战略的制订和确立，要由单一的财务导向转向业务成长和财务导向并重，这同样是并购成功的关键因素。

二、人力资源重组

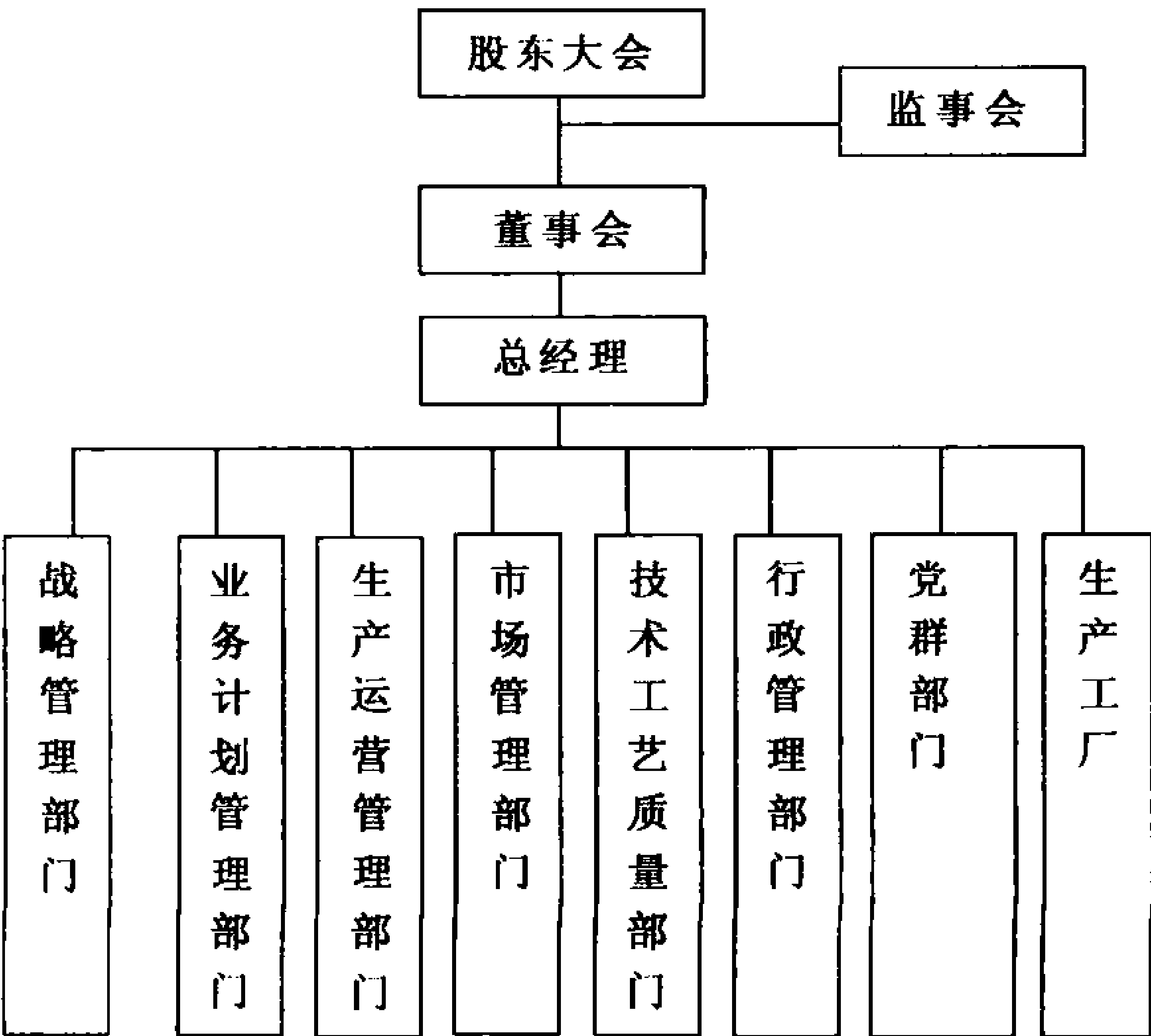
在房地产开发企业并购实践中，被并购企业等目标公司的员工问题，贯穿并购全过程，且可能最终决定并购能否达到预期目标。因此，人力资源重组是并购与被并购过程中的主线，包括并购前、并购中和并购后。同时，人力资源管理重组的三个阶段为：对人力资源的分析评价、高效的沟通以及对人力资源的重组调配。下面依据上述三个阶段对人力资源管理重组进行一一详述和分析。

（一）人力资源的分析评价

房地产开发企业在开始对被并购企业进行人力资源分析评价时，第一项任务是双方成立人力资源工作小组。该工作小组由双方主管人力资源工作的人员组成，重点从以下各方面开展工作：

1. 依据被并购企业的组织机构及各部门职责分配，分析评价各部门的定岗定员情况。

组织机构和职责分配



2. 此外还可以按照部门分类、岗位结构人员分布情况、各类人员收入水平等多方面对被并购企业人员进行调查统计，具体方法和内容在此不予详述。

在对被并购企业进行统计分析的基础上，再通过对不同层级、不同岗位人员代表的访谈调研，可基本得到被并购企业人力资源的整体状况，这将为并购重组决策提供有力的依据。

（二）高效的沟通

沟通实际上贯穿于并购始终。许多房地产开发企业在并购过程中，会出现人员关系上的误解和挫折，甚至导致并购失败，很重要的原因之一便是有效的沟通不到位或者沟通失败。那么在房地产开发企业的并购重组过程中，如何做到有效、高效的沟通呢？关键要做到下列三点：

1. 有明确的沟通目标

收购方的决策者首先应当做到心中有数，清楚明白地知道应该灌输给被并购企业哪些观点。同时，在对被并购企业审慎性调查的基础上，收购方的决策者还要向被并购企业提出本应告知他们的行动方案，从而使其利益需求及精神文化需求均得到满足。

2. 制作沟通计划

在明确沟通目标后，要制定一个包括沟通对象、沟通内容、沟通方式（媒介）的计划，该计划可以采取直观的计划表格形式，也可以采取计划书形式对计划细节进行详细介绍。

3. 评价沟通结果

沟通计划实施效果的好坏，依赖于对沟通结果的评价，可以对下列问题重点考虑和分析：

（1）所有的利益相关者是否对沟通的目标认可和满足？

（2）假若部分或个别利益相关者不认可沟通目标，要分析为什么不认可，问题在哪里？

（3）你是否是一个称职的沟通责任人？

（4）你的沟通方式发生了哪些问题？

（5）制订的沟通目标或沟通内容，与实际有出入吗?

（6）你的所有承诺是否都得到了兑现?

（7）其他方面。

笔者认为，特别是对被并购企业来说，沟通应当是一种全面的沟通，有效的沟通，定位准备，双方互动。收购方应当在并购交易前期便做好准备，明确哪些是需要进行沟通的利益相关者，并具有针对性的制定沟通框架，确保沟通的完整和有效。

（三）对人力资源的重组和调配

在完成以上必要程序后，则需要提出人力资源的重组和调配方案，这是非常关键的一步，因为所有并购后工作的开展都要取决于人力资源的重组和调配，并且其也直接影响到刚刚完成并购后的企业能否根据并购设定目标开展工作。

1. 人力资源重组领导小组及工作小组的成立

在房地产开发企业并购法律程序结束后，设立人力资源重组领导小组和工作小组是首要任务。并购本身的操作特征和操作结果，可能导致被收购方管理层对并购方产生不信任感，此时就需要双方，特别是被并购方的领导者用发展的眼光看待问题，对并购结果首先自我肯定，之后用积极的态度投入到接下来的人力资源整合工作中。

领导小组一般由双方的董事长、总经理、人力资源主管等负责人组成，此外也可以聘请社会上人力资源工作的管理专家予以参与。其职责是制定人力资源政策、审批人力资源重组调配方案、检查人力资源重组调配的实施情况、协调人力资源管理重组过程中的其他重大问题等等。领导小组下设工作小组，工作小组由并购双方主管人力资源工作的负责人、研发、营销、生产、管理、党群等有关方面的负责人组成。工作小组的主要职责是落实人力资源政策、实施人力资源管理重组调配方案、协调解决各部门及各单位在并购后按新的业务组织管理结构的定岗定员工作、落实各部门各单位的职能职责、协调解决员工提出的各类问题、定期向领导小组汇报工作等等。

2. 制定人力资源政策

企业并购完成后，许多企业会发生人才流失的问题、被收购方人员的消极怠工问题，从而造成工作效率和生产效率的下降。这种现象的发生主要是由于并购企业缺少积极稳定的人力资源政策所导致的。因此，制定积极稳定的人力资源政策是人力资源重组过程中的一个关键环节，主要包括领导层到位、新组织机构到位、用人和分配政策到位。此外，如果涉及到离退休人员或下岗人员等特殊情况和群体，也应当制订相应对策，使问题得到全面有效的解决。

（1）领导层快速到位。这是避免出现管理失控的关键所在。在组建被并购企业的领导层时要充分考虑以下因素：

①原领导层的决策能力、管理能力如何？

②原领导层成员之间的角色搭配是否和谐？

③原领导层理念文化是否先进？

④原领导层在员工中的威望是否较高？

⑤原领导层在近三年的经营业绩是否保持持续增长？

⑥原领导层“一把手”是否具备应有的素质？

通过对以上因素的综合考虑，可以对被并购企业的原领导层的基本情况予以把握。是否继续录用，是否需要调换职位，是否需要增加新生力量等等考虑，都需要在接下来的领导层确定中得以落实。关键的标准之一是注意岗位安排的合理性和实效性。一般来说，重组企业最好保持被并购企业领导层的基本稳定，再根据领导层存在的突出矛盾，安排得力的人员充实到被并购企业的领导层中，主要包括负责销售、技术创新、财务总监、产品品质管理以及其他必要人员的考虑。此外，因为重新组建的领导层在前6个月内非常脆弱，需要必须的磨合过程，因此，作为被并购企业的领导层成员，业务管理能力强是其中的一个考虑因素，还必须要具备良好的沟通能力和组织协调能力，能够起到率先垂范和榜样作用。

（2）新组织机构及时到位。领导层到位后，为避免出现管理真空，

新的组织机构也应当及时到位。这就需要对并购后的企业进行组织机构设计或优化调整。应当在充分了解并购目标，分析发现被并购企业在业务管理或战略管理层面存在的问题的基础上，提出组织机构设计方案。该方案需要突出下列几个重点，即突出体现并购目标、保证主营业务的良好成长、解决管理效率低的问题、解决文化及理念落后的问题。此外，还要兼顾被并购企业的实际情况，包括管理文化是否需要逐步调整，还有流程调整幅度可能造成的人员适应问题。但在这个过程中，必须抓住主要矛盾，对于重点解决问题不可有任何退让。

（3）用人和分配政策到位。领导层和组织机构到位后，用人和分配政策工作也需到位。用人和分配政策的制定，需要考虑至少五方面因素：其一，政府的法律、法规、政策要求；其二，并购后企业的市场竞争目标，因为不同的目标需要聘用不同层次的人才及不同额度的报酬；其三，目前企业的管理经济现状是否可以承受较大的人事变动，特别是针对上市公司而言；其四，并购前，被并购企业采用的用人和分配政策；其五，采用新的用人和分配政策后，能否达到预期设定的并购目标。

在用人和分配政策的制定和实施过程中，应当广泛征求和听取利益相关者的意见，力求科学、合理、有效。此外，政策制定后，并非一成不变，应根据内外部环境和条件变化，及时进行新的调整。

制定后的用人和分配政策中，需充分体现下列几点：

①尽力留住优秀人才，同时注重公平公正；

②保证大多数人的利益；

③要突出效率、业绩和投资回报；

④收入水平要与公司的发展战略和竞争定位相对应；

⑤照顾好历史上为企业做出突出贡献的干部；

⑥兼顾不能上岗人员和丧失劳动能力人的利益，必要时要出台过渡性政策；

⑦参照本地区同类企业或先进企业的收入水平。

三、企业文化重组

企业文化是指企业在长期的生产经营中形成的为员工普遍认可、信守和践行的价值理念和行为理念。由于其在长期的生产经营过程中产生，因而具有稳定性，渗透到员工的内心并自发影响着员工的行为，同时其又有强烈的差异性，每个企业的文化与其他企业的文化必然有差异。

公司并购将两个不同的企业连接到一起，此时两种不同的企业文化必然会发生冲突和碰撞。因此，企业并购必然要解决这种冲突，进行文化重组，然而进行这种重组是异常艰难且具有很大风险的。

（一）我国房地产开发企业在文化重组中存在的问题

我国现阶段房地产开发企业在文化重组方面存在多方面的问题，主要有：

1. 对企业文化重组的重要性认识不足。尽管有的房地产开发企业在并购中大力推行文化重组并取得了很好效果，但是大多数的房地产开发企业只注重资金的注入、人员的裁撤和调整、战略的协调等，却并无文化重组。

2. 注重企业文化重组的形式，忽略本质。大多房地产开发企业特别重视企业文化重组的形式，如换发统一制服，却忽略了企业文化重组的内涵，陷入形式化。

3. 企业文化重组缺少相关配套制度，脱离管理制度、奖惩制度、培训制度等等，来搞企业文化重组。

4. 企业文化重组缺少个性。房地产开发企业文化重组过程中，总是提团结、合作、奋进、拼搏、开拓、创新之类的口号性语言，千篇一律。

5. 重组规模单一，总是强调收购方对目标公司输入企业文化，而忽视共生、融合的重要性。

6. 重组手段缺乏等其他相关问题。

（二）解决问题的三点建议

我国房地产开发企业的文化重组存在一系列问题，上述只是列举关键几点。面临问题，应当想出对策，解决问题。现针对实践中的应对措施，总结下列三点建议：

1. 大力宣扬核心价值观。核心价值观是企业文化的高度凝结，只要员工理解了企业的核心价值观，也便容易认可企业的整体文化。企业应当根据自己的发展战略和具体经营环境确定其企业核心价值观，并予以大力宣扬。企业核心价值观的确定应当正确、明晰、科学，同时具有鲜明的企业个性，充分体现企业宗旨、管理战略和发展方向。此外，企业应当大力宣讲核心价值观，使其深入员工意识和心理。

2. 注意制度建设。文化不是空洞理论，必须依附于各项具体制度。公司进行文化重组时，除了进行口头和书面说明和宣讲外，还要及时进行各项制度建设，特别是分配制度、管理制度、人事制度的建设和完善。

3. 注意抓典型事件。理论是抽象的，有时很难直接震撼人心，而具体事件则不同，具有直接的影响力。企业可以通过对某个事件的处理，让员工直接从内心感触到文化的内涵，获得某种认识并深记在心，从而自觉规范自己的行为。

除此之外，还有很多措施可以加强文化重组的良好效果，在此不一一赘述。各房地产开发企业可以根据自身特点，借鉴或发现完全对症下药的措施，这样才可以更加完善并购后企业的文化重组。

四、财务资产重组

财务资产重组主要包括两大部分，一是财务重组，一是资产重组。财务重组主要包括财务目标重组、财务制度重组、财务运营指标重组以及现金流转制度重组；资产重组分为有形资产重组和无形资产重组两大部分。

（一）财务重组

不同的财务重组方式适用于不同类型的企业并购，但一般来说，均

有共同核心目标即实现企业价值的最大化。收购方通过管理目标公司的资金筹集、运营、分配等投融资活动和环节，实现并购企业投融资活动及生产经营活动的统一性，从而最大限度上实现并购后企业的财务协同效果。

一般情况下，财务重组基本内容主要包括以下几方面：

1. 财务目标的重组

财务目标直接影响房地产开发企业财务体系的构建，且决定各种财务方案的制定。财务管理理论中对于企业目标的阐释不同于微观经济学，后者一般以利润最大化作为厂商的目标函数，并围绕这一目标分析厂商行为，而前者则以股东财富最大化与企业价值最大化作为财务管理目标。房地产开发企业以其财务目标为发展蓝图，通过财务目标重组，使并购后企业可以在统一的财务目标指引下进行生产经营活动。

一个科学的财务目标应该具有明确性、可控性、成本合理、与企业战略目标一致等特征。进行合理的财务目标重组具有积极作用，主要表现在有助于并购后企业进行财务运营一体化、有助于其财务决策科学化、有助于财务行为的高效化及规范化且促使财会人员建立科学的理财观念等等方面。

2. 财务制度的重组

财务制度主要包括融资制度、投资制度、固定资产及流动资产管理制度、工资制度、利润制度和风险管理制度等内容，对跨国并购企业来说，其财务制度内容还应包括国际财务管理制度。财务制度的重组即以上各种制度整合重组的过程，财务制度重组是保证并购企业有序高效运行的关键。

然而，财务制度重组在实际执行过程中会遇到多重阻碍。以工资制度重组为例，房地产开发企业甲的工资为行业平均工资水平，房地产开发企业乙的工资高于行业平均工资水平，如果企业甲并购企业乙后，工资制度重组应当如何进行？如果保证两家企业在并购后仍然保持各自工资制度，则可防止乙企业优秀人才的流失，但合并后的甲企业员工会因

为工资制度的不平等而产生消极怠工现象，当然如果甲企业与乙企业间的工资差额并不会对员工的积极性造成影响，则完全可以采用此方案；如果决定提高甲企业的工资水平，则需要考虑并购后企业能否承受相比并购前增长的工资额支出；当然，并购后的新企业也可以充分利用此并购契机，对企业的工资制度进行重新战略调整，以适应并购后企业的新发展方向和整体规划。

其他财务制度的重组也如上述工资制度重组一样，在实际操作中会遇到形形色色的困难，这就需要并购方充分考虑并购后企业实际情况，具体问题具体分析，找到最适合并购后企业的重组方案，保证企业的可持续发展。

此外，在进行财务制度重组之前，需要进行会计核算体系重组，即对并购后企业的账簿形式、凭证管理和会计科目等进行统一规范，从而保证统一的财务制度体系，以便于生产经营活动的顺利进行。

3. 财务运营指标的重组

财务运营指标的重组，又称绩效评价体系重组，是指运用一系列考评指标对并购后企业的财务运营体系进行重新优化和组合的过程。

在财务运营指标的重组过程中，运用的一系列考评指标主要由以下各项构成：（1）收益性指标。如销售利润率、资产报酬率、所有者权益报酬率、毛利率、净利润率等；（2）市价比率指标。如每股利润、每股股利、股利发放率、股利报酬率、市盈率等；（3）周转期/率指标。如存货周转期、应收账款周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率等；（4）经营安全性指标。如流动比率、速动比率、负债比率、权益乘数、负债与股东权益比率、利润保障倍数等；（5）发展潜力指标。比如市场占有率、研究开发投入等；（6）成长能力指标。如销售收入增长率、税前利润增长率、固定资产增长率、人员增长率、产品成本降低率等；（7）人均类指标。比如人均销售收入、人均净利润、人均资产总额、人均工资等。

以上指标考评体系是提高房地产开发企业经营效益及运营能力的重

要手段。但是，以上考评指标并不一定适合所有企业，只是一般的指标考评体系，不同房地产开发企业还有其不同的具体的考评标准。并购后的房地产开发企业应根据企业的实际需要以及国内外房地产开发行业的先进水平进行重新调整和确定以上指标，从而保证并购后企业能具有不断增强的竞争能力和可持续发展能力。

4. 现金流转制度的重组

现金流转制度重组是财务资产重组中非常重要的内容之一，主要表现在对现金流转的内部控制整合方面。

我们知道，现金流转的速度和质量直接关系到房地产开发企业资金运用及效益水平，因此，必须对其进行有效控制。由于不同的房地产开发企业对现金流转控制的程度有所差异，因此，收购方应对现金流转制度进行重组。

现金流转的控制是以预算为标准的。预算是用数字表现的预期成果，财务项目属于预算的一种，反映企业在计划期内有关预计现金收支、经营成果和财务状况的情况。由于房地产开发企业面临各种因素影响，因此，实际的现金流转情况不可能与预算完全等同。在这种情况下，现金流转控制应运而生，其职能就在于发现实际与预算的差异，且找到差异产生的原因，并采取相应措施调整营业和财务策略和方针，从而预防损害企业财务系统正常运行的情况发生，同时还可以改善和提高企业的经营质量。

现金流转制度的重组，关键是房地产开发并购企业在并购完成后应向被并购企业明确规定于何时向其汇报现金流转情况，一般包括现金收支日报、现金收支月报、公司预算执行情况的分析报告等等。这种现金流转制度重组，可以使并购企业掌握被并购企业的现金流转情况，从而有利于决策在何时调整以及如何调整影响现金流转的营业活动和财务活动。

（二）有形资产的重组

资产分为有形资产和无形资产两大类，资产重组有有形资产重组和

无形资产重组。有形资产又分为固定资产和流动资产，因此，有形资产重组也分为固定资产重组和流动资产重组两大部分。

1. 固定资产的重组

固定资产一般指类似机器设备、厂房建筑、办公设施、运输工具等可以长期使用的资产，其价值是通过使用过程中的磨损，以折旧率的形式逐渐转移到产品成本中。固定资产的评价应当考虑多种因素，包括但不限于固定资产的现值、使用寿命、折旧速度、技术含量、生产效率等等。固定资产的重组，可以通过资产鉴别、资产吸纳、资产剥离的程序进行。

（1）资产鉴别，包括高效与低效资产的鉴别、是否匹配资产的鉴别、有无潜力资产的鉴别三个方面。

①高效资产与低效资产。这是依据资产对企业的绩效进行划分的。高效资产即可以为公司带来高收益的资产；低效资产即为公司带来的收益比较低或者无收益的资产。如果单从定义来看，人们似乎比较容易表面化的认定高效及低效资产，但实际上还应当注意，高效资产不一定就是高价值资产，毕竟有些价值量高的资产并不一定给公司带来高收益，反而在特定情况下，价值量低的资产却可以获得高绩效。总之，在认定是否高效资产时，应当把握的一个重要标准是将资产创造的收益量与资产自身价值量做比较，以价值差额作为最终判定标准。

②匹配资产与非匹配资产。判断资产是否属于匹配资产，不仅要看其与企业发展战略是否相匹配，还应当看其是否与生产工艺相匹配。首先，房地产开发企业应根据并购战略和合并后的供产销情况，保留和吸纳与发展战略相匹配的先进机器设备，处理淘汰落后的机器设备，或对落后的机器设备进行技术更新。此外，还可以购买或引进某些必要的机器设备。其次，房地产开发企业并购都是以追求生产要素的高效利用为目的的。判断能否实现高效利用，则需要对存量资产从工艺的角度进行鉴别。此外，并购中现存的厂房、土地、机器设备和工艺装备等的重组，也需要首先从工艺的匹配与否角度来进行鉴别。

③潜力资产与无潜力资产。资产的价值并非是静止的，一成不变的，而是处于动态发展过程中。特别是某些潜力资产，一旦潜力被挖掘或者予以利用，则资产价值明显提高。潜力资产在目标公司中是大量存在的，比如某些设备生产 A 类产品，但进行产品结构调整后，生产 B 类产品，该设备的利用价值可能大大提高。当然也存在无潜力的资产，即进行产品结构调整后，该设备的利用价值却大大降低，与并购的战略目标相违背。此外，潜力资产的另外一种表现是在未来增值方面，以土地、厂房最为典型。

（2）资产吸纳，是指并购企业以自身资产为载体，吸纳目标企业资产从而形成新的融合性资产。吸纳目标公司的固定资产至少要考虑下列几个因素：一是以实现生产经营体系的完整和完善为目标。并购企业通过吸纳目标公司的固定资产，使重组后的企业具有以主业为核心的原材料采购、生产、销售及科研的一系列相互配套的完整经营体系；二是围绕企业的发展战略。并购方需注意，吸纳目标公司资产后，其资产规模和质量应当适应企业制定的战略发展规划，绝不可盲目吸纳；三是效益最大化原则。吸纳目标公司固定资产后，能够给企业带来不低于期望值的收益，且不能给企业带来太大的财务压力。

（3）资产剥离。并购交易完成后，通过资产鉴别可能会发现该并购企业原有的一部分资产可能成为新企业发展的负担，因此，应对这部分资产进行剥离。需要剥离的资产应包括长期未产生效益的资产、与总体发展战略不相适应的资产、与生产工艺不匹配的资产、并购后企业难以吸收的资产以及影响企业有效运营的资产。资产剥离一般通过并购后企业将该部分资产出售给另一家企业的方式进行，出售的可以是机器设备、某一条生产线、子公司或一个业务部门。此外，还可以根据资产的性质选择其他剥离的方式，包括封存、捐献，甚至废弃等等。对并购企业来说，资产的剥离虽减少了资产的存量，但企业可以集中优势资产创造更多的收益，从而提高资产的质量和市场价值。因此，资产剥离实质上关系着企业的核心能力。

剥离与并购之间存在辩证的关系。并购是企业的扩张战略，而剥离则是一种收缩战略，与扩张战略相对应，是并购的相反战略。例如，并购企业可以在并购完成后出售被并购企业的资产或业务，以获取现金回报；也可通过剥离，纠正以前错误的收购活动；被并购企业在受到收购威胁时，可能会剥离所谓“皇冠上的珍珠”以抵制收购方的收购意图；有时资产出售等分拆计划，早在并购前就已经是并购企业一揽子计划中的组成部分；此外，在有的并购活动中，还将分拆出售被并购企业资产作为收购资金的部分来源。

需要强调的是，在并购开始之时的尽职调查和并购评估过程中，应当对目标公司的资产进行充分的评估和鉴别，吸收目标公司的优质资产和有用资产，剥离无用资产，从而大大节省重组成本。

2. 流动资产的重组

流动资产包括现金、有价证券、应收账款等。在流动资产重组过程中，必须注意确保流动资产的质量、优化流动资产结构以及提高流动资产的周转速度。

（1）确定流动资产存量，控制和提高流动资产质量。房地产企业并购完成后，流动资产量大大增加，如果重组进行不当，可能导致企业收益整体下降的风险。此时，并购后企业必须充分考虑和分析其目前生产经营规模状况以及与固定资产总量相匹配的流动资产存量，从而消除多余或不适用的流动资产，选择合理的资产组合策略。由于并购后企业进入重组阶段时，很多工作均未步入正轨，不确定因素影响大，此时企业采用保守型或正常型的资产组合策略比较适宜。并购后企业在对流动资产存量进行重组时，应根据企业所选择的资产组合策略，在充分考虑风险与收益均衡的情况下，确定并购后流动资产存量标准，超出的存量可以出售、投资或置换，以此将流动资产质量控制在一个合理的标准范围内。

在确保流动资产质量的前提下，还应当使之随着企业的运营不断提高。对流动资产质量产生不利影响的主要是不良流动资产，主要以应收

账款和存货为主。针对不同的不良流动资产我们应当采取不同的应对处理方式，对账龄长、可能形成坏账的不良应收账款，可以采用折让变现、加大催款力度或债权转为股权等方式进行处理；对于容易过时、变质或损坏的存货，应通过及时的拍卖变现，将存货变为可使用的货币存量，这不仅节省了存货仓储费支出，降低了资金占用费，还彻底改善了存货质量，从而最终优化和提升了流动资产的质量。

（2）优化流动资产结构。流动资产结构是指流动资产中货币资金、有价证券（股票、债券等）、应收款项和存货之间的比例。一般来说，房地产开发企业并购后的流动资产总量非常充裕，但货币资金却比较紧张，特别是采用承销收购方式的并购，并购后企业的偿债压力更大，即使通过资产剥离变现，也会出现资金短缺的情况。同时，企业的应收账款和存货却占据大量资金，甚至在一年或一个营业周期内难以变现，这使得企业资产流动性和资产收益能力严重下降。如果资金紧张的状态不能很好的及时解决，可能会直接引发严重的财务风险。

因此，房地产开发并购企业通过分析被并购企业资产负债表，发现资产结构中存在的问题，并采取相应的重组措施使流动资产结构得以优化显得非常必要和必须。一般来说，优化企业流动资产结构主要针对不同的流动资产采取不同的优化方式，对有价证券（企业短期投资，如股票、债券等）来说，因其资产流动性好，相对容易变现，并购企业应根据其对资金的需求以及股票、债券市场的价格决定是否转让；对应收款项（到期的）来说，应当及时采用书面、电话、上门等方式催款等等。

（3）提高流动资产周转速度。流动资产周转速度可以决定企业经济效益的好坏，流动资产的循环和周转是决定资产周转速度的两大主要因素。并购后企业进行流动资产重组的重要目的之一，即，使重组后的流动资产的周转和循环速度快于并购前双方的流动资产周转速度。

为了达到上述目标，并购后企业需要分析流动资产的各种现实状况，主要有：①分析现有流动资产的存在状态，即现有流动资产是否存在积压、呆滞或占用量过大的现象，这些不利情况的存在会影响企

业销售能力的提高，从而导致流动资产周转速度下降；②分析在重组期内各种形态资产的流转量大小，因为存量一定的情况下，某种形态资产向另一种形态资产转换的数量小，转换后的该种资产剩余量就高，则资产周转率就会下降；③分析流动资产循环和周转的渠道是否通畅，例如，当前我国企业货币资金紧缺与应收账款的变现渠道不畅就有很大关系。

因此，在流动资产重组过程中，必须剥离与销售能力不相适应的流动资产，调整各种形态资产的分布量，理顺并疏通资金流转的渠道，使流动资产的周转速度不断加快。①

（三）无形资产的重组

无形资产是不具有实物形态而能为企业较长期地提供某种特殊权利或有助于企业取得较高收益的资产。并购中涉及的技术类无形资产主要包括专利权、专有技术、商标权、专营权、土地使用权和商誉等。这些无形资产具有非实体性、单一性、不确定性、高效性和独创性等特点。对于无形资产的重组，要检查和评估这些无形资产的现实价值，紧密联系并购企业的生产经营活动及其适用程度，决定其保留或转让。

1. 专利权重组

专利权是指对某一产品的造型、配方、结构、制造工艺或程序拥有的特殊权利。这是政府部门按法律规定批准给发明者的专门特殊权利，专利持有人在一定时期内享有该项发明的独占权，任何需要使用该项发明的机构或个人必须征得持有人的同意并要支付专利转让费或使用费。对被并购企业的专利权首先要确定它的价值、先进程度、未来前景、剩余时间，然后根据企业的经营方向和战略目标决定对其保留还是转让。

2. 商标权重组

商标权又称商标专用权，是指被并购企业所拥有的产品名称、标识、符号、字样和图案等商标，经注册后成为注册商标，获得专用权，受到

① 席彦群、岳松：《企业并购与资源配置》，东北财经大学出版社，2001 年版，第 237 - 238 页。

法律保护，为被并购企业享用。并购企业在对被并购企业整体资产购进后，商标权即归并购后企业所拥有。并购企业可以根据商标在消费者心目中的形象、地位、市场评估价值以及该商标产品的市场占有率等因素决定取舍。

3. 商誉重组

商誉是企业总价值与单项有形资产及可辨认无形资产价值之间的差额，是企业获取超额利润的重要能力，但按会计准则规定会计报表不作反映。从它的形成来源看，商誉可以分为固有商誉和外购商誉。固有商誉（也叫自创商誉）是指企业的市场价值高于其所拥有的净资产公允价值的部分，也可以这样理解，是企业的结构、综合素质与能力共同作用形成的，使企业获取超过社会、行业平均收益水平的超额乃至垄断经营收益的一种特殊能力，是企业的一种不可估值的无形资产。企业并购中形成的是外购商誉，是指当并购发生时，并购企业所支付的并购成本大于被并购企业可辨认有形资产的公允价值的差额，它是通过资产重组形成的。并购后商誉予以摊销。

4. 专有技术重组

专有技术也叫技术秘密，它是企业没有申请专利的先进或特有的工艺技术、设计方案和主要技术参数等。因其具有巨大的价值，大多数并购企业对这些具有无形资产性质的专有技术予以保留或发展，并根据需要决定是否将其作为保密资料。如果有些技术与企业的总体发展战略无关，可到技术市场进行转让，有些已经过时的可予以淘汰。

5. 特许经营权重组

特许经营权也叫专营权，通常有两种形式：一是由政府机构授权，准许特定机构拥有经营某种特定业务的权利；二是企业自己创造的专营权，如麦当劳快餐店。这里要讨论的特许经营权主要是第二种情况。专营权是企业重要的无形资产，企业可以借此获得超额利润。企业控制权变动后，必须经过原授权人的同意才可继续拥有此项权利。在授权人同意的基础上，企业可考虑其是否与企业经营力相适应来进行决策。如果

与经营方向不一致，在取得原授权者的同意后，可再次转让或停止使用；如果特许经营收益大于经营成本，并与企业经营方向一致的则可保留和使用。

6. 土地使用权重组

在我国，由于企业只拥有土地使用权，现行财务制度将其划归为无形资产的范畴，它表明企业在一定期限内使用土地的法定权利。许多企业并购行为的发生，都是并购企业看中了被并购企业的土地使用权。并购后对被并购企业的土地使用权，应在充分考虑企业的发展战略对土地需要量、土地所处位置和土地增值潜力等因素的前提下，来决定土地的保留、租借或转让。如果并购后企业的生产经营需要占用被并购企业的全部场地，则土地使用权应全部保留；如果只需要占用部分场地，就应该保留一部分，转让一部分；如果由于被并购企业的搬迁，土地使用权不再具有利用价值，则可考虑予以转让。这里需要注意的是，对土地使用权的重组与处置必须格外关注土地使用权的价值增值潜力。土地资源具有不可再生的特性，使得土地资源在长时间内表现为一定稀缺资源，从长期看，这自然会导致土地价值的增值。作为一般规律，土地价值与经济增长成正相关关系，我国改革开放的实践，也充分证明了这个道理。因此，即使是被并购企业的闲置土地，如果有能力，应在一定时间内保留，这将是企业资本增值的一种重要实现方式。

企业资产重组中，在对有形资产和无形资产分别进行重组的同时，还要注意两者之间的比例是否合理，对不合理的比例关系应进行调整。由于有形资产的流动性、实体性、弹性和抵御风险的能力较好，也是企业收益的主要来源，因此企业经营应以有形资产为主，无形资产与有形资产的比例不宜过大。但是，无形资产又是企业迅速提高市场竞争力、获取超额利润的重要因素。因此，并购后企业要适度增加收益性无形资产的投入，这在无形资产重组时要给予关注。[①]

---

① 杨洁：《企业并购整合研究》，经济管理出版社，2004年版，第256－258页。

五、实务操作注意点

（一）公司接管

公司接管的目的是实现对公司的控制力，要在公司管理与决策上体现控股股东的地位和作用。公司接管主要包括入主董事会与委派管理人员两个方面。

1. 实现法律保障

（1）收购方可以通过提议召开临时股东大会的方式，根据公司股权的变动情况，对公司章程有关条款进行相应修改或完善，明确并巩固收购方的公司控股股东地位，使收购方对公司的控制合法化，排除不利于控股股东对公司实施管理与决策的法律限制。

（2）由临时股东大会授权董事会对公司重大经营管理活动进行决策，以利于公司重组工作的合法化和顺利进行。

（3）通过临时股东大会改组公司董事会、监事会，使收购方的代表在新的董事会、监事会中占据多数席位，选举收购方的代表担任公司新的董事长、法定代表人、监事长。

2. 委派主要工作人员

新的董事会、监事会组成后，由董事长提名任命收购方选派的人员分别担任公司各关键职位，如总经理、董事会秘书、财务负责人、主要事务负责人等。

（二）公司重组

1. 公司重组是一项综合而复杂的过程，它涉及到法律、法规、财税、管理以及信息披露等诸多专业方面的问题。在这个过程中，顾问公司的专业策划与支持非常重要，必要时，应有关监管部门的要求，由顾问公司就专门事项提供专业报告。

2. 公司重组要围绕收购方的并购目的与重组策略来进行。公司重组包括对公司机构重组、人事重组、财务重组、资产重组、经营战略重组

等各个方面，其中最重要的是资产重组。

3. 资产重组可以选择出售、购买、置换、托管、回购、承包经营等多种形式进行：

（1）不良资产与非经营性资产可要求原控股股东回购，这样不仅提高了公司的资产质量，也降低了公司并购的实际成本与现金流出。

（2）资产含量高、盈利能力差甚至长期亏损，短期扭亏困难的企业可优先考虑出售。

（3）对于盈利稳定、原控股股东或原经营管理人员有经营管理优势而不符合产业发展范围的企业，可考虑由原控股股东经营或由原有经营管理人员承包经营。

（4）对于符合收购方确定的产业发展战略同时又能很快改善公司的资产质量、提高收益水平的资产，可以考虑采取直接购入的方式。

（5）对于收购方与公司之间有着很强互补性的产业，可以通过关联交易进行资产置换。

第三章　房地产开发企业并购与产权法律制度

第一节　房地产企业产权的界定

一、房地产企业产权的内涵和外延

（一）经济学解释路径

产权是一个历史性的理论范畴，到目前为止，对“产权”这一概念的内涵和外延的界定尚不完全统一，因而在相关的文献中对产权的定义也不止一个。登姆塞茨在他那篇产权经济学早期发展史的经典文献《关于产权的理论》中写道：“所谓产权，意指使自己或他人受益或受损的权利。产权是一种社会工具，其重要性就在于事实上它们能帮助一个人形成他与其他人进行交易时的合理预期。这些预期通过社会的法律、习俗和道德得到表达。产权的所有者拥有它的同时同意他以特定的方式行事的权利。一个所有者期望共同体能阻止其他人对他的行动的干扰，假定在他的权利的界定中这些行动是不受禁止的。”① 这一定义一是强调产权的行为性，即强调产权是被允许通过采取什么行为获得利益的权利；

① ［冰岛］思拉恩·埃格特森，吴经邦等译：《新制度经济学》，商务印书馆，1996年版，第35－36页。

二是强调产权的社会关系性质，认为产权是“社会的工具”。E·G·菲吕博腾和S·佩杰威齐在《产权与经济理论：近期文献的一个综述》一书中，通过对产权理论文献进行总结，把产权经济学家的各种各样的产权定义归结为：“产权不是指人与物之间的关系，而是指由于物的存在及关于它们的使用所引起的人们之间相互认可的行为性关系，产权安排确定了每个人相应于物时的行为规范，每个人都必须遵守他与其他人之间的相互关系，或承担不遵守这种关系的成本。因此，对共同体中通行的产权制度可以描述为，它是一系列用来确定每个人相对于稀缺资源使用时的地位的一组经济和社会关系。”① 这个定义既概括了现代西方产权经济学家从不同角度给产权下的定义，也与罗马法、普通法、马克思和恩格斯以及现行的法律对产权的定义基本一致，是一个比较科学的定义。

从历史性角度、经济学层面认识了产权的内涵，我们需要进一步认识何为房地产产权，这是我们把握房地产企业产权的前提之一。所谓房地产产权是对土地所有权、土地使用权和房屋所有权的总称。房地产产权制度是指确认、调整和保护土地所有权、土地使用权和房屋所有权的法律规范的总和。其内容包括房地产产权的法律性质，与此相关的法律关系的主体和内容，房地产产权设定、移转和公示方式以及保护方法等。我国的房地产产权制度是社会主义所有制关系在法律上的体现。

（二）法学解释路径

长期以来，围绕“产权”这一重要概念，学者们一直众说纷纭。在我国《公司法》明确提出“法人财产权”这一概念之后，对“产权”概念的争论进一步演进为对“法人财产权”概念的内涵与外延的争论。纵观百家之言，绝大多数观点都未完全摆脱“产权即是财产所有权”这一错误论断的阴影而步入误区。

仅仅站在历史性层面，立足经济学的角度，从参与资产运作过程的主体对资产享有的实际权利内容上来理解这一概念是远远不够的。“产

① ［美］E·G·菲吕博腾，S·佩杰威齐：《产权与经济理论：近期文献的一个综述》，摘自科斯等：《财产权利与制度变迁》，上海三联书店，1994年版，第204页。

权”这一概念在更高层次上已成为一个法律概念，只有站在法律的角度，方能摒弃众多外部表象，把握其实质。从法律角度分析，产权应是指财产所有权及与财产所有权相关的行为性财产权利的总称。对这一概念的理解，应从以下三方面来全面把握：

1. 产权虽由财产所有权演变而来，但并不能等同于所有权

财产所有权，是指主体对自己的财产享有的完全的、充分的占有、使用、收益和处分的权利。它是一种对世权，是完全物权或自物权。如果所有权的各项权能不能或不发生分离，也即是说，所有权人不让渡部分所有权能给非所有权人，产权就只能限于财产所有权。而事实上，所有权人往往并非集全部所有权权能于一身，其经常将部分权能让渡给其他非所有权人享有，于是，出现了所有权权能的分离。以财产所有权为基础，由于所有权权能的分离而为非财产所有权人享有的对所有权人财产的支配权与所有权一并构成了现代意义上的“产权”。

2. 产权不是“财产权利”的简称，而是物权性质的财产权利

财产权利是相对于人身权利而言的，包括物权和债权。产权所明确的主体对物享有的支配权利，是静态的财产关系，是一种特权性质的权利。在静态财产关系中，产权权利人所享有的权利是一种对世权，排斥他人的干涉，享有对物的直接支配权利。这种权利的实现不依赖于他人履行义务，因而，产权是一种物权性质的权利，并不是“财产权利”的简称。

3. 产权是一种行为性权利

产权为行为性权利，意味着，通过行为方能较全面的体现产权的本质；产权行为性的另外一个表现就是，产权可以由权利人自己施行，也可以委托他人实施。产权的行为性，也体现在产权的设定、界定、转让和流转交易过程中。

（三）小结

从上述内容可知，经济学解释路径反映产权关系主要是描述，而法学考虑的却是对其如何规范和调整，因此，经济学所研究的“产权”并

不是我们通常所讲的法律意义上的“财产权”，但其对产权的特征例如产权的可交易性在于权利的让渡，而不仅仅是物的让渡的研究却有助于我们理解传统民法理论的局限性。作为“表明和记载经济关系的要求”的法律，应该积极地去反映、解释现实社会经济生活中的企业产权交易现象，并在法律上对它的内涵作出严格的界定，以适应形势的发展和立法工作的需要。

因此，笔者对房地产企业产权的一个定义是：是指房地产企业的投资方或者说是股东在房地产开发企业中对房地产资产，包括有形和无形资产的占有权，是房地产企业发展的权利体系的重要组成部分。房地产企业产权包括：对房地产资产的支配使用权、利得权即占有收益权、处置权。而所谓的房地产企业产权制度是以企业产权为依托，对房地产企业内部的财产关系进行合理有效的组合、调节的制度安排。建立房地产企业产权制度，是房地产健康、有序发展并符合国家企业、部门、行业发展规划的要求。

二、房地产企业产权制度存在的问题

（一）存在的主要问题

1. 产权不清

在市场经济中，民营企业一般采取三种形式：单人业主制、合伙制和股份制。在这几种企业形式当中，单人业主制民营企业由同一个人所有并经营，不存在委托代理问题因此也没有产权问题，但这种企业做不大，始终处于小本经营的状态。而在中国民营企业中，产权问题最突出的是合伙制企业。这类企业在目前的民营企业，特别是房地产企业中占了相当大的比例，而且，许多是有希望做大的企业。

合伙制通常有两种形式：

一种是家族式企业，这种企业建立之初就没有产权意识，总觉得全是自家人，“肉烂了在锅里”。这种家族式的公司往往容易形成集权。决

策权和管理权集中在一个人手里，没有人约束，没有人监督，容易出现决策失误。家族管理下的企业安全度过“婴儿期”后，企业规模不断扩大，而权利却更加集中，缺乏约束机制，企业内部缺乏民主气氛，这使企业决策风险加大，很难做到企业决策的科学化、合理化。尤其是财产上混为一体，家事公事区分不清，由此就会产生公司法上的问题，按照“揭穿公司面纱”的理论，可能招致公司人格的丧失，失去“有限责任”的保护，将整个家庭与公司混同。

另一种是几个意气相投的朋友合办的房地产开发企业，开始时合伙者之间情重于法，一心扑在创业上，没有注意产权问题。一旦创业成功，问题就出来了。在合伙之初，每个人投资不同，在企业中的贡献也不同。到底按什么进行分配，难免有冲突。合伙者之间对经营方向也会有不同看法，谁说了算又是冲突的一个来源。由于内部产权争执，其结果或者是兄弟反目，朋友成仇人，企业衰落，或者是四分五裂，另起炉灶。

具体而言，产权不明晰具体体现在以下几个方面①：（1）部分以家庭或家族为单位建立起来的房地产开发企业，其产权在家庭或家族之间有界定但在家庭或家族内部的自然人之间并无严格界定。（2）相当一部分的房地产开发企业，就资本所有者和出资的经济事实而言，的确是私人资本，但在法律上却注册为集体公有制企业，即戴上了一顶“红帽子”。法律形式上认定的产权界定与经济事实上存在的产权界定并非一致。（3）部分房地产开发企业的产权从企业创始时就界定不清，实际上是在没有真正严格意义上的出资人的混沌状态下生成的企业。（4）部分资本无论就其最初的出资关系，还是就其支配权和剩余索取权来看都应当属于私人资本范畴，但却被称为团体所有、社区所有、共同所有、社会所有等种种公有企业，淡化了其排他性。（5）本来应当私有的部分人力资本的产权不清晰，甚至根本就未被制度承认，这种情况在房地产企业比较突出。

---

① 刘伟：“清晰界定民营企业产权的重要性”，载《中国民营与科技》2001年第5期。

2. 产权结构不合理

房地产开发企业的产权问题除了表现为产权不清之外，还表现在产权结构的不合理上。产权结构的不合理会直接导致企业治理结构的不合理，这种不合理使得企业决策的科学性缺乏制度上的保证。比如，在很多民营企业中，存在着“一股独大”的现象。当企业领导者头脑清醒、精力充沛的时候，他持有较大比例的股份不见得就是一件坏事。但是，当领导者头脑不清醒或者企业规模变大的时候，一股独大就很危险了。

（二）解决途径—界定产权

1. 产权不清的后果

产权主体界定不清晰，不利于企业的资本积累，因而会从根本上动摇企业的竞争力；企业产权主体不明，必然导致企业易被侵权，企业法人资产的独立性和完整性易被伤害，而企业本身对这种伤害的免疫力天然低下；企业产权界定不清，从根本上影响企业的治理结构，进而影响企业的管理权威；产权界定不清楚，由此界定的有关人员相互间的权、责、利不明确，会产生“无票乘车”的道德投机；产权不清，也不利于企业之间的并购重组。

2. 界定产权的意义

界定产权是为了增强企业和公众创业、创新的动力，形成良好的信用基础和市场秩序，迫切需要建立健全现代产权制度加以调节并界定产权；界定产权，有利于构建一个公平、竞争、有序的创业致富环境，从而有利于让一切劳动、知识、技术、管理和资本的活力竞相迸发，让一切创造财富的源泉充分涌流。因此，界定企业产权极为必要，我们当然不是为了界定产权而界定产权，而是因为企业产权不清会对企业发展和市场效率产生极为深远的影响。尽管界定产权需要付出极大的代价，但不界定产权所带来的损失远大于界定所支付的成本。

界定房地产开发企业产权不仅对房地产开发企业本身的运营、发展有着重要的作用，同时对于房地产市场企业间并购中涉及产权问题的处理也有非常意义。因此，界定产权、明晰产权才是解决产权不清、混乱

的治本之法，也是进行房地产开发企业并购的前提。

三、房地产开发企业产权的界定

（一）房地产开发企业产权界定的原则

房地产企业产权的界定必须遵循一定的原则指导，在原则的指导下，房地产开发企业产权界定工作才能合理有序地开展。

产权制度有三大功能：激励、资源配置和利益分配。制度改革如果导致激励和资源配置效率的改善，必然会获得更高的生产率。产权界定是制度改革，也是企业并购中的深层次问题，涉及多方的利益，如果在这个问题上因循守旧，囿于各种陈规，则可能将改革断送在利益争夺之中，将并购扼杀在半路上。实际上，效率、发展、公平、既得利益原则都是为了减少改革成本，减少利益矛盾在产权改革中的阻力而提出的。房地产开发企业产权界定应遵循下列四项基本原则：

1. 效率原则

指企业的产权界定最终应能提高资源的综合配置效率。产权界定的最终目的就是促使微观经济主体充满活力，提高资源利用效率。

2. 发展原则

指重新界定企业产权结构时，要着眼于房地产开发企业的未来而不是过去，着眼增量而不是存量，要鼓励改革和支持创业。要把股权结构设计与企业发展战略、人事制度改革等结合起来，形成新的激励机制。进一步的考虑则是与产权界定工作相结合，推动房地产企业实行公司制改造，建立规范化的股权结构、法人治理结构和内部管理制度。

3. 公平原则

即实事求是，按历史的本来面貌，公平地、客观地划分和确认产权的归属。在进行房地产企业产权界定时，既不能偏向集体一方，也不能偏向其他任何一方，以使产权界定科学、公平地进行。在中国，实际情况是社会接受不了太大的差距，所以产权差距也不能过大。

4. 既得利益原则

指在具体界定工作中，一定要照顾到既得利益群体，以使产权界定的“摩擦成本”最小。例如：联想对于不再适应企业发展需要的创业元老，就是采用这个原则，对过去企业发展的功臣进行股权分割，从而做到了平稳过渡。也就是说，个人在位子上没能耐，要让他下来，就不妨多给个人一些产权，他就可以离开具体经营岗位或让出企业控制权。因为当初他的贡献很大，对此应该有所考虑。从实际情况看，许多民营企业产权界定失败的案例，都是没有充分估计到各有关方面的利益要求，从而导致产权纠纷，进而使企业产权界定无法进行下去。房地产开发企业也不例外。

（二）房地产开发企业产权界定的法律依据

为了规范管理企业产权界定工作，国家国有资产管理局颁布了《国有资产产权界定和产权纠纷处理暂行办法》（以下简称《办法》），该《办法》是企业产权界定最直接的法律依据，适用于全部或者部分占用国有资产的各种所有制单位之间以及全民所有制单位之间的国有资产产权界定以及产权纠纷的处理。尽管目前还没有出台专门针对房地产行业的产权界定的法律法规或者实施细则，但该《办法》可以类推指导各种所有制形式的房地产企业中的国有资产产权、集体资产产权、个人资产产权的界定问题，以该《办法》类比指导并适用于房地产开发企业并购中的界定产权问题，有助于并购的合法有序进行。除了《办法》之外，界定企业产权的法律法规还有：

界定为国有资产的法律规定

1.《关于清产核资中全民所有制企业资产清查登记有关问题的暂行规定》的相关内容：

（1）全民所有制企业的各项资产，包括国家直接投入和核准留用利润形成的积累及其他权益均属国有资产。

（2）全民所有制企业因接受馈赠或其他收益形成的各项账外资产，均属于企业法人资产的一部分，资产的国有性质不得改变，都必须按规

定进行清查登记，没有入账的应按规定相应作价入账。

（3）全民所有制企业从成本中提取的工资基金、福利基金、奖励基金等消费性质资金结余可作“视同负债”处理，但用于购建集体福利设施的，应视为国有资产，从留利中形成的职工福利基金和奖励基金，暂作为国有资产进行清查登记。

（4）全民所有制企业中党、团、工会组织等使用的财产，除以个人缴纳党费、会费等结余购建的资产外，其余均属于国有资产。

（5）全民所有制企业用集资或筹资等形成的资产，在资产清查登记工作中按照以下规定进行处理：①企业向个人集资或筹资凡实行还本付息的，其资产所有权归国家所有并按债权性质登记，不得分股到个人。②对未经批准自己决定实行内部职工入股的，应补办有关批准手续。凡没有合法手续的均视同为借款性质处理，由集资单位负责清理并逐步偿还。

（6）以全民所有制企业和行政事业单位担保，完全用国内外借入资金创办的或完全由其他单位借款创办的全民所有制企业，其收益积累的净资产，界定为国有资产。

2. 《集体科技企业产权界定若干问题的暂行规定》的相关内容：

（1）城镇集体企业在创办初期和发展过程中，国有企业（单位）投入的资金、实物以及无形资产，当时有约定的，在符合国家政策的前提下应按约定办理；当时未约定投资或债权关系的，如集体企业确实无法偿还的，经双方协商转作为投资，其投资额及其收益形成的所有者权益界定为国家所有；如双方协商作为借款，应由双方签订按期偿还协议，借款单位（国有企业、单位）保留追索清偿国有资产权益的权利。

（2）集体科技企业实施的国有企业事业单位拥有的技术成果，已有协议约定投资或债权关系的，依约定界定产权。没有约定的，当事人可依法通过协商重新约定，经科技管理部门审核后，到国有资产管理部门确认并办理产权登记手续，协商不成的，按下列原则处理：①对现已成为主营产品核心技术，仍具有市场竞争优势的高新技术成果，由当地科

技管理部门会同国有资产管理部门，根据技术创新各阶段当事人各方的人力、物资、资金以及其他技术成果的实际投入情况，界定为投资或债权关系。国有企事业单位依据界定结果享有出资者权益或者获得成果转让和使用收益。②对企业仍在实施的一般性技术成果，国有企事业单位获得适当补偿后，对企业不再拥有资产权益。③对现已成为公知技术、已超过专利保护期限或已失去市场竞争能力的技术成果，不再追溯国有企事业单位的资产权益。

（3）集体科技企业按国家有关规定享受的税收减免等优惠政策所得，除明确规定为“国家扶持基金”的，不界定为国有资产。“国家扶持基金”以及享受税前还贷、以税还贷政策形成的资产中国家税收应收未收部分，界定为扶持性国有资产。国家对扶持性国有资产保留特定条件下的最终处置权，不参与管理和收益。集体科技企业对扶持性国有资产有义务保持其安全、完整和有效使用。

3.《城镇集体企业清产核资工作有关问题解答》的相关内容：

（1）其他企业、单位财产由全民企业、单位实际使用，凡全民企业、单位已经补偿过的，其所有权属于国有资产。

（2）各级工会举办集体企业投入的资产、资金及形成的权益，属于国家投入的，应界定为国有资产。

界定为集体资产的有关规定

1.《城镇集体所有制企业、单位清产核资产权界定暂行办法》的相关内容：

（1）集体企业联合经济组织、社区经济组织对集体企业的投资及其收益形成的所有者权益，其产权归该联合经济组织、社区经济组织范围内的劳动者集体所有。

（2）各类企业、单位或法人、自然人对集体企业的投资及其收益形成的所有者权益，其产权归投资的企业、单位或法人、自然人所有。

（3）集体企业在开办时筹集的各类资金或从收益中提取的各种资金，除国家另有规定的外，凡事先与当事方（含法人、自然人）有约定

的，按其约定确定产权归属；没有约定的，其产权原则上归集体企业劳动者所有；属于国有企业办集体企业的，本着扶持集体经济发展和维护各类投资者权益的原则，由双方按国家清产核资等有关规定协商解决。

（4）集体企业联合经济组织、社区经济组织按照国家的有关规定收缴的用于集体企业的资金（如事业基金、统筹事业基金），其产权归该联合经济组织、社区经济组织范围内的劳动者集体所有。

（5）集体企业用公益金购建的集体福利设施，其产权归集体企业劳动者集体所有。

（6）集体企业接受资助和捐赠所形成的所有者权益，其产权原则上按资助、捐赠时的约定来确定归属；没有约定的，其产权归集体企业劳动者集体所有。

（7）集体按照国家法律、法规的有关政策规定享受的优惠，包括以税还贷、税前还贷和各种减免税金所形成的所有者权益，1993 年 6 月 30 日前形成的，其产权归劳动者集体所有；1993 年 7 月 1 日后形成的，国家对其规定专门用途的，从其规定，按集体企业各投资者所拥有财产（含劳动积累）的比例确定产权归属。

（8）政府和国有企业、事业单位为扶持集体经济发展和安置待业青年，国有企业富余人员及其城镇人员就业而转让、拨给或投入集体企业的资产，凡明确是无偿转让或有偿转让但收取的转让费用（含实物）已达到其资产原有价值的，该资产及其收益形成的所有者权益，其产权归集体企业劳动者集体所有。

（9）集体企业以借贷（含担保贷款）、租赁取得的资金、实物作为开办集体企业的投入，该投入及其收益形成的所有者权益，除债权方已承担连带责任且与债务方已签订协议的按其协议执行外，其产权归集体企业劳动者集体所有。

2.《集体科技企业产权界定若干问题的暂行规定》的相关内容：

集体科技企业中无明确拨入主体的资产，以及接受无偿资助和捐赠所形成的资产，归企业劳动者共同所有。

3.《劳动就业服务企业产权界定规定》的相关内容：

（1）劳服企业开办初期的发展过程中，使用主办或扶持单位“为解决职工子女和富余人员就业提供的厂房、设备和其他实物资产、无形资产及所形成的收益”，且没有约定为投资关系、债权债务或无偿资助关系的应归劳服企业集体所有。

（2）主办或扶持单位及其所属人员将其发明、专利技术（非职务发明、专利除外）以及其他无形资产带给劳服企业所形成的资产，且没有约定为投资关系、债权债务关系或无偿资助关系的，应归劳服企业集体所有。

（3）劳服企业使用主办或扶持单位的设备、房屋等实物资产，凡主办或扶持单位收取的折旧费、资产占用费、管理费及其他费用或实物计价之和达到或超过其他资产净值的，且没有约定为投资关系，该实物资产及其形成的资产，归劳服企业集体所有。

（4）劳服企业使用银行贷款和借款、主办或扶持单位为劳服企业使用的贷款和借款提供了担保，并履行了连带责任的，须确定主办或扶持单位和劳服企业之间的债权债务关系。

（5）劳服企业联合经济组织投资及其形成的资产，归劳服企业联合经济组织集体所有。

（6）劳服企业使用公益金所形成的资产，归劳服企业劳动者集体。

（7）劳服企业资产中接受无偿资助的资产，归劳服企业集体所有；难以明确投资主体的，其产权暂归劳服企业中劳动者集体所有。

（三）房地产企业产权界定的流程

1. 成立产权界定工作小组

根据房地产企业并购的目的，由有关方面共同成立由熟悉财务、设备、房地产管理等方面情况的工作人员参加的企业产权界定工作小组。

2. 查找核对有关资料

广泛搜集有关房地产企业产权及权益变动的历史资料，对有关情况和资料进行核实，摸清企业各项资金投入和产权变动的实际情况，为产

权界定提供真实可靠的依据。

核查有关资料和情况的具体方法：如抓住新旧会计制度接轨这一时点的会计处理，从此时点向前向后追溯资金投入以及经营积累比较容易；对国家投入的界定，可从查找财政历年对企业拨款的账目和原始凭证入手，并与企业认真进行核对；对原始资料不全的可采取走访前任领导或老职工等方法，了解原始投入和产权变动的实际情况和历史背景。

3. 协商界定

由各方依据国家有关法律、法规和清产核资有关政策对该房地产开发企业的财产所有权逐项进行协商界定，以明确产权归属，其中涉及国有资产的应征得同级国有资产管理部门的同意。

4. 签署“界定文本文件”

对协商界定后各方无异议的产权，各有关方签署“界定文本文件”。

5. 填制“产权界定申报表”

6. 编写“产权界定工作报告”

将“产权界定日报表”、“产权界定工作报告”连同“界定文本文件”副本及相关材料上报主管部门审核。

7. 界定结果的审核确认和批复

（1）地方企业经会审或认定后的界定结果，由企业主管部门批复到改制企业及各有关方。

（2）按属地组织的中央企业举办的企业的产权界定结果，由当地的清产核资机构、经贸部门予以审核、确认和批复，各级清产核资机构应将批复结果抄送企业的创办单位，各创办单位须将批复汇总上报中央主管部门。

（3）按系统组织的中央企业举办的企业的产权界定结果由中央各部门汇总后报财政清产办会同有关部门审批。

（4）中央企业、单位举办企业经过产权界定结果认定后，凡涉及中央企业国有权益变动的，中央企业应将有关结果按地区汇总，编写国有权益变动原因分析的申报报告，并附当地认定的企业产权界定结果的批

件，先报各地区财政监察专员办事机构审核并签署意见后上报中央企业主管部门进行系统汇总，报财政部清产办汇同财政部和国家国有资产管理局审核和批复。

8. 产权界定纠纷的处理

（1）全民所有制

全民所有制单位之间因对国有资产的经营权、使用权等发生争议而产生的纠纷，应在维护国有资产权益的前提下，由当事人协商解决。协商不能解决的，应向同级或共同上一级国有资产管理部门申请调解和裁定，必要时报有权管辖的人民政府裁定，国务院拥有最终裁定权。

全民所有制单位与其他经济成分之间发生的产权纠纷，由全民单位提出处理意见，经同级国有资产管理部门同意后，与对方当事人协商解决。协商不成的，依司法程序处理。

（2）集体所有制

由于历史原因或政策原因使企业内部产权关系复杂，因此，在产权界定过程中可能会产生一些产权纠纷，应正确处理好以下几方面关系：①集体企业与国家之间的关系；②集体企业与扶持单位的关系；③集体企业与集体企业、集体经济组织之间的关系；④集体企业与职工或其他个人的关系。

9. 房地产企业产权界定纠纷的调解和裁定

清产核资产权界定工作中，因房地产企业并购之间以及相关单位对协商界定结果有异议，企业主管部门难以组织协商的，由主管部门提出申请，报同级经贸、清产核资机构、税务部门裁定；涉及国有资产的由国有资产管理部门参加，共同成立产权界定联合办事小组进行协调和裁定。

10. 作“待界定资产”处理

各方对联合工作小组协调或裁定结果仍有异议的，或因情况不清及政策界限不明确的，列入“待界定资产”，在清产核资后由有关部门进一步协商解决，在依法明确产权归属前，任何单位和个人不得擅自处理。

四、房地产开发企业并购对产权界定的影响和作用

房地产开发企业并购意味着对发生并购关系的房地产开发企业之间的产权重新做出安排，从而也对目标企业和并购企业的产权制度产生重要的影响，具体而言，体现在以下方面：

（一）在并购目标企业后，由于规模的扩大，收购公司通常会对现有公司体制进行改革。股份制公司运营模式，成了公司的首选。而股份制形式的最大优点就是产权明晰。谁在企业中拥有多少所有权由股份代表。股份的多少也决定了股东在企业中的权力与利益，同股同权，以股份的占有比例对公司行使支配权或控制权。股份化是在私有制下探索出来的产权明晰之路。中国民营企业（房地产企业是其中的重要组成部分）要做大做好，必须超越单人企业制和合伙制，而走向股份制。所以说，解决民营企业产权问题的第一步是对现在的合伙制企业的股份改造。这种改造的目的不是要股份上市，而是要求企业内部明确各个合伙人的产权。目前的房地产市场，各企业正是借助并购之机，通过扩大企业规模并实施股份制改革以直接或者间接的达到界定产权，明晰产权的目的。内部股份制改革是从内部明晰产权，而企业并购则是借助外力来实现产权明晰，殊途同归，因房地产企业的特殊性，笔者以为，通过并购形式实现产权明晰，较内部改制而言，更具效率。

（二）并购后收购公司规模扩大，假使公司不采用股份制形式，规模化后的房地产企业很难得到正常运转，最终也会导致企业发展面临严重问题。例如，希望集团起初是一家家族式合伙制企业，成立之初谁也没有把产权问题当作一个问题。但在发展到一定规模之后，这种产权不明晰的合伙制引起种种纠纷，甚至冲突。希望集团的管理层及时的意识到了规模化后产权明晰的重要性，重新划分产权，形成股份制现代企业之后才得到进一步发展。希望集团的经历告诉我们，以私人产权为基础的民营企业和国有企业一样面临一个明晰产权的问题，只不过表面形式

不同而已。希望集团的产权不清引起的问题，在很多房地产企业中也都存在。房地产企业在并购过程中必须意识到这一点，主动而不是被动地去界定、明晰产权，减少成本，少走弯路，只有这样，并购后扩大规模的房地产企业才能正常、健康的发展，做大并做强。

五、产权界定对房地产开发企业并购的意义和作用

（一）房地产开发企业产权清晰界定的一般意义

产权界定对企业乃至整个市场经济的健康发展意义重大，总的说有以下几点[①]：

1. 产权界定是进行交易的前提条件

科斯在《美国传播委员会》一文中指出“清晰的权利界定是市场交易的先决条件”。产权主体不明以及产权责权边界不清都可能导致交易的无效甚至阻碍交易的进行。产权明晰下的交易各方才能通过讨价还价缔结和约，重新界定各自的权利边界，使交易在市场机制下有序地开展。

2. 产权界定是提高交易效率的需要

科斯第二定理指的是在交易费用为正的条件下，不同的权利界定与资源的配置效率密切相关。宽泛地说，交易是利用市场机制进行资源配置的手段，交易效率的提高即是资源优化配置的表现。作为交易对象的产权具有排他性，只有在明晰的产权界定下方可使产权主体在自利原理驱使下将外部效应内在化，降低交易费用，追求交易收益的最大化。

3. 产权界定是形成合理稳定预期的需要

产权界定从定义上看是一种规定产权归属和权利边界的法律行为。只有对产权权利边界作清晰的界定，才能激励产权主体的自利自益行为，才能约束产权主体的交易范围并确定其交易成本。有了激励和约束的机制，产权主体才能对市场内外因素对于交易的影响形成稳定的预期，趋

① 夏智勇、陈修谦：“国有企业产权界定及对策分析”，载《湖南经济》2003 年第 5 期。

利避害，这对市场机制的稳定、发展和完善至关重要。科斯所指的交易费用是协商、谈判、签约和履约的资源耗费，而产权明晰是降低这个拓宽了概念外延的费用的前提，对市场经济的健康稳定发展而言举足轻重，不可或缺。

（二）房地产企业产权清晰界定对并购的意义和作用

企业产权界定的基本目的就是要划清国家、集体以及个人在企业中投资形成的财产所有权的归属，规范不同产权主体的财产关系，做到产权清晰，促进企业加强资产管理，以进一步推动企业改革与发展。

随着经济体制改革的不断深化，兼并，收购、拍卖、改制、重组、承包、租赁以及股份合作等多种经营形式相继出现。这些都涉及企业资产的产权归属问题。科学、合理地界定企业产权，可以促进企业资产合理、有效地使用和配置，促使房地产企业并购活动合法有序实施，提高运营效益，推动改革开发深入进行。所以，界定产权，理顺关系已成为进一步深入改革，完善房地产企业并购的关键。如果不尽快解决这一问题，企业资产可能会流失，企业主体地位面临危险，企业并购也难以开展。由此可见，产权界定在产权交易乃至整个企业并购中显现出越来越重要的作用，已成为企业并购中一个非常重要的环节。

第二节　房地产开发企业产权的转让

一、房地产开发企业产权转让的动因分析

（一）房地产开发企业产权转让

产权转让，也可称之为产权交易，就是在市场经济条件下，各经济主体之间发生的企业生产要素以及附着在生产要素上的财产权利的有偿转让行为。在现代市场经济和现代产权制度下，经济主体直接将企业产

权的各种形式作为交易对象，而不仅仅将作为产权载体的产品和生产要素作为交易对象。这也就是说，企业产权商品化，成为市场交易的对象，不只是企业生产出的产品是商品，企业生产所需要的生产要素是商品，而且企业本身也成为商品，成为市场交易的对象。因此，所谓企业产权交易，也就是有偿转让企业产权的行为。①

（二）房地产开发企业产权转让特征

房地产开发企业产权转让或者交易具有以下几个特征：

1. 企业产权交易主体的特定性②

法律会根据不同的具体情况对出让人和受让人作出一些限制。例如并不是所有的国有企业和集体企业都能无限制的作为出让人来进行企业产权交易；当外商成为企业产权的受让人时，也会受到外商投资指导目录的限制；当转让的企业产权涉及某一行业特许经营时，受让人还必须取得特许经营资格。

2. 企业产权交易客体的复杂性

表现为产权表现形式的多样性。每个企业的性质、股本结构、规模、债权债务等完全不同，表现出来的企业产权形态也大相径庭。企业产权所依附的载体可分为两大类：有形资产和无形资产。在产权交易中被转让或受让的财产可能是全部有形财产，也可能是部分有形财产；可能是有形财产与无形财产的整体，也可能只是有形财产或只是无形财产。

另外，产权交易的客体不仅仅指企业的财产，还包括被转让企业的职工安置，这是其他形式买卖所不具备的情形。

3. 企业产权交易的有偿性

企业产权交易是在不同的企业产权主体之间进行的，在市场经济条件下，这些企业产权主体之间具有自身的经济利益，企业产权交易的动机具有明显的营利性。因此，本文所说的企业产权交易并不包括政府在

① 周茂清："关于产权交易几个理论问题的看法"，载《产权导刊》2004 年第 8 期。

② 丁华：《我国产权交易市场法律制度相关问题研究》，上海社会科学院 2008 年硕士学位论文。

国有单位之间所作的无偿划拨行为。

4. 企业产权交易程序的法定性

企业产权交易从微观来说关乎一个企业的产权整合乃至生死存亡，从宏观来说，它反映了复杂的经济关系，涉及一国的产业结构的布局和经济布局的战略性调整，需要国家来加以引导，特别是在目前企业产权交易对象以国有、集体企业为主的时候，更需要制定必要的法律制度来防止国有财产的流失。这样，企业产权交易就应当严格按照法律规定的程序和原则进行，带有较强的法定性。

5. 企业产权交易的市场性①

市场性在这里有两层含义：一是企业产权交易的价格由市场决定，这就为我们在进行企业产权评估的时候确立了一个最基本的原则；二是企业交易行为在市场内完成。一般而言，国有和集体企业必须进场交易，同时鼓励非国有、非集体企业进场交易，这样一方面可以加强国企产权交易的监督管理，另一方面从长远角度出发，通过总结经验、建章立制，使企业产权交易市场更加规范。

（三）房地产开发企业产权转让的类型

从产权是否分割的角度，可以把产权转让分为整体转让和部分转让。这两类转让方式各有利弊，房地产企业在并购过程中应结合自身的实际情况进行选择。

1. 整体转让企业产权

整体转让产权是指产权的权益体系或资产不分割的转让方式。具体包含两层关系：一是产权的权利体系整体转移，而不是部分转移；二是产权整体不分割为若干份进行转让。

2. 部分转让企业产权

部分转让产权是指将企业产权分割为若干部分的一种转让方式。具体包含三层含义：一是进行转让的是企业部分实物性资产，企业设备，办公

① 吴晓东：《企业产权交易法律制度研究》，西南政法大学2006年硕士学位论文。

用品等。二是将产权划分为若干份价值等额，每一份价值等额作为一个产权单位，以产权单位形式进行交易。三是将产权权利体系中的经营性权利分为几个部分（如营销权、商标权、专利权等）分别进行交易。

（四）企业产权转让原因

房地产开发企业产权转让的原因或者说重要性，主要存在于以下几个方面：实行产权转让，是深化企业改革、搞活企业的客观要求。[1] 实行产权转让，是生产要素重新优化组合的客观要求。实行产权转让，是合理调整产业结构的客观要求。

二、房地产开发企业产权转让的原则

企业产权交易的基本原则是企业产权交易过程中调整规范产权交易双方法律关系的根本法律准则，其效力贯穿于整个产权交易过程，对企业产权交易规则的制定和运用起着凝聚和统帅作用。具体而言，房地产开发企业产权交易的基本原则有：公开原则、公正原则、公平原则、自愿与强制相结合原则、诚实信用原则、效率与安全兼顾原则、合法性原则等。

这里需要强调的是企业产权交易基本原则的功能。企业产权交易的基本原则虽然并不像法律规范那样设定具体的权利和义务，但却在一个更高的层次上发挥着重大的作用。其作用主要体现在以下三个方面：

第一，补充功能，即产权交易基本原则具有弥补具体交易规则无法涵盖所有交易关系的缺陷的功能。其功能基础是，企业产权交易的基本原则是各项产权交易具体制度和规范的基础和来源。

第二，司法约束功能。既然产权交易的基本原则是从事产权交易活动的行为准则和处理产权交易纠纷的依据，那么法院或仲裁机构审理或处理产权交易案件，不论调解还是裁判，都不能违反产权交易的基本原

① 刘金文："产权转让－企业运行的新轨迹"，载《胜利油田党校学报》1988 年第 3 期。

则所体现出的法律精神；确定双方当事人的行为是否合法，哪方的行为应当支持，哪方的行为应当谴责或不予支持，必须以产权交易基本原则作为判断的基本标准。法官在审理案件的时候，要适用产权交易的具体规范，接受产权交易基本原则的指导，所作的判决不能违背产权交易的基本原则和产权交易的具体规范。也就是说，产权交易原则对司法活动具有约束力，如果交易一方违背了企业产权交易的基本原则，而法官的判决却未对这样的明显违法行为进行惩戒，那么就是错判，应依法定程序予以纠正。

第三，行为规范功能。对于企业产权交易的交易双方来说，产权交易的基本原则作为产权交易的规范之本，能帮助他们正确理解具体制度和条文的立法意图，从而更好地规范自己的行为。公民、法人从事产权交易活动不能违反基本原则，违反基本原则的行为也就是违反产权交易法规的行为，即产权交易中的违法行为。产权交易主体在实施产权交易行为时，要符合产权交易的具体规范，更重要的是要符合产权交易的基本原则，因为产权交易的基本原则更准确，更概括，更容易掌握和理解。因此，实施产权交易法律行为，既要遵守产权交易中的相关法规，又要符合产权交易的基本原则。

三、房地产开发企业产权转让的法律依据

（一）同产权交易相关的行政法规、部门规章和规范性文件

1. 国务院发布的行政法规、国务院办公厅转发的文件

（1）2003 年 5 月 27 日中华人民共和国国务院发布的《企业国有资产监督管理暂行条例》（中华人民共和国国务院令第 378 号）；

（2）2003 年 11 月 30 日国务院办公厅转发国务院国有资产监督管理委员会《关于规范国有企业改制工作的意见》（国办发［2003］96 号）。

2. 国务院国有资产监督管理委员会联合其他部委会发布的规章、规范性文件

（1）2002 年 11 月 18 日国家经济贸易委员会、财政部、劳动和社会保障部、国土资源部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局和中华全国总工会联合发布的《关于国有大中型企业主辅分离辅业改制分流安置富余人员的实施办法》（国经贸企改［2002］859 号）；

（2）2003 年 12 月 31 日国务院国有资产监督管理委员会、财政部《企业国有产权转让管理暂行办法》（国务院国资委、财政部令第 3 号）；

（3）2004 年 8 月 13 日国务院国有资产监督管理委员会、财政部、监察部、国家工商行政管理总局《关于开展企业国有产权转让管理检查工作的通知》（国资发产权［2004］261 号）；

（4）2005 年 4 月 11 日国务院国有资产监督管理委员会、财政部《企业国有产权向管理层转让暂行规定》（国资发产权［2005］78 号）；

（5）2006 年 12 月 31 日国务院国有资产监督管理委员会、财政部《关于企业国有产权转让有关事项的通知》（国资发产权［2006］306 号）。

3. 国务院国有资产监督管理委员会单独发布的规章、规范性文件

（1）2004 年 2 月 6 日国务院国有资产监督管理委员会《关于加强企业国有产权交易监管有关工作的通知》（国资发产权［2004］176 号）；

（2）2004 年 2 月 23 日国务院国有资产监督管理委员会《关于中央企业加强产权管理工作的意见》（国资发产权［2004］180 号）；

（3）2004 年 3 月 8 日国务院国有资产监督管理委员会《关于做好贯彻落实〈企业国有产权转让管理暂行办法〉有关工作的通知》（国资发产权［2004］195 号）；

（4）2004 年 7 月 14 日国务院国有资产监督管理委员会《关于做好产权交易机构选择确定工作的指导意见》（国资发产权［2004］252 号）；

（5）2004 年 8 月 25 日国务院国有资产监督管理委员会《关于企业国有产权转让有关问题的通知》（国资发产权［2004］268 号）；

（6）2005 年 8 月 25 日国务院国有资产监督管理委员会《企业国有

资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令第 12 号）；

（7）2005 年 8 月 29 日国务院国有资产监督管理委员会《企业国有产权无偿划转管理》（国资发产权［2005］239 号）；

（8）2008 年 2 月 3 日国务院国有资产监督管理委员会《关于建立中央企业国有产权转让信息联合发布制度有关事项的通知》（国资发产权［2008］32 号）。

4. 国务院国有资产监督管理委员会内部机构发布的规范性文件

（1）2004 年 3 月 8 日国务院国资委纪委、监察部驻国资委监察局《关于加强对国有企业改制及国有产权转让监督检查工作的意见》（国资纪发［2004］2 号）；

（2）2004 年 8 月 26 日国资委办公厅《关于做好企业国有产权交易信息统计试点工作的通知》（国资厅产权［2004］189 号）。

（二）同产权交易相关的部分地方法规、地方政府规章和地方监管机关规范性文件

1. 地方性法规

1996 年 11 月 3 日河北省人大常委会《河北省企业国有资产产权转让管理条例》。

2. 地方政府规章、规范性文件

（1）2005 年 6 月 15 日北京市人民政府《北京市产权交易管理规定》（北京市人民政府第 159 号令）；

（2）2004 年 10 月 25 日上海市人民政府《上海市产权交易市场管理办法》（上海市人民政府令第 36 号）；

（3）1995 年 12 月 27 日天津市人民政府《天津市产权交易管理暂行规定》（津政发［1995］71 号）；

（4）2002 年 3 月 7 日天津人民政府《天津市加强产权交易管理暂行办法》；

（5）1996 年 4 月 1 日山东省人民政府《山东省国有企业产权转让管理办法》；

（6）2002年12月4日江西省人民政府《江西省产权交易管理办法》。

3. 地方政府监管机关规范性文件

2005年7月6日上海市国有资产监督管理委员会、上海市工商行政管理局、上海市产权交易管理办公室《上海市产权交易市场管理办法实施细则》（沪国资委产［2005］284号）。

（三）同产权交易相关的其他法律、法规和规章

1. 同交易主体、产权归属相关法律

例如：《民法通则》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国外资企业法》、《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合作经营企业法》、《中华人民共和国物权法》、《中华人民共和国商标法》、《中华人民共和国专利法》、《中华人民共和国著作权法》和《中华人民共和国矿产资源法》等法律。

2. 同产权交易规则、市场秩序相关法律、法规和规章

例如：《中华人民共和国拍卖法》、《中华人民共和国招投标法》、《中华人民共和国反垄断法》、《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国反不正当竞争法》和《外国投资者并购境内企业暂行规定》等法律、法规和规章。

3. 同产权交易涉及的特别行业相关的法律

例如：《中华人民共和国保险法》、《中华人民共和国商业银行法》和《中华人民共和国邮政法》等法律。

4. 同产权交易涉及劳动用工和职工权益保护相关法律、法规和规章

例如：《劳动法》、《劳动合同法》和《工伤保险条例》等法律、法规和规章。

5. 同产权交易涉及税收相关法律、法规和规章

例如：《中华人民共和国税收征收管理法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》和《中华人民共和国土地增值税暂行条例》等法律、法规和规章。

四、房地产开发企业产权转让的流程

企业产权交易过程是企业资产并购中的重要过程，也是一个利益分配调整的过程，政策性强，涉及面广。产权转让方案的制定是一个综合运用政策和法律的过程，这就要求方案制订者对现行的相关法律和政策要有全面充分地把握，使转让方案在法律法规、产权交易、方案实施三方面皆具可行性。具体而言，企业产权转让程序如下①：

（一）书面决议

1. 实施项目可行性分析和研究并制定转让方案。

2. 按照内部决策程序进行审议，并形成书面决议。

（二）清产核资

1. 根据清产核资结果编制资产负债表和资产移交清册。

2. 委托会计师事务所实施全面审计（包括对转让标的企业的法定代表人实施离任审计）。

（三）资产评估

1. 委托具有相关资质的资产评估机构实施资产评估。

2. 评估报告须经核准或者实施备案

3. 确定转让价格。

（四）委托产权交易机构公告产权交易信息

1. 信息应当公告在省级以上公开发行的经济或者金融类报刊和产权交易机构的网站上，征集受让方。

2. 产权转让公告期为20个工作日。

3. 披露信息的内容：

（1）转让标的的基本情况。

（2）转让标的企业产权的构成情况。

① “国有资产管理概述”，引自：http：//www.hbcz.gov.cn/421182/lm1/lm111/2007-11-14-100160.shtml，访问日期2009年7月28日。

（3）产权转让行为的内部决策及批准情况。

（4）转让标的的企业近期经审计的主要财务指标数据。

（5）转让标的企业资产评估核准或者备案情况。

（6）受让方应当具备的基本情况。

（7）其他须披露的事项。

4. 受让方应当具备的条件：

（1）具有良好的财务状况和支付能力。

（2）具有良好的商业信用。

（3）受让方为自然人的，应当具有完全民事行为能力。受让方为外国、港、澳、台的法人、自然人或者其他组织的，受让企业产权应当符合《指导外商投资方向规定》及其他有关的规定。

（4）国家法律、行政法规规定的其他条件。

（五）组织实施产权交易

1. 征集到两个以上受让方的，产权转让应当采取拍卖和招标的方式实施。转让成交后，转让方与受让方应当签订产权转让合同。

2. 征集到一个受让方的，或者经资产监督管理机构批准的，采取协议转让的方式。注意：采取这种方式实施产权转让的，并不必然直接签订产权转让合同，即应当草签合同，然后实施可行性分析、研究，并经总经理办公会议、董事会会议审议，形成书面决议后，才能签订正式合同。

3. 经转让导致转让方不再拥有控股地位的，转让方和受让方协商提出企业重组方案（包括企业职工优先安置方案）。应处理好与职工的劳动关系，解决转让标的企业拖欠职工的工资、欠缴的社会保险费以及其他有关费用，并做好企业职工各项社会保险关系的接续工作。

（六）价款支付

1. 按照产权转让合同的约定支付价款。

2. 转让原则：一次性付清的原则；一次性付清确有困难的，可以分期支付，但首期付款额不得低于总价款的30%，并在合同生效之日起5

个工作日内支付，其余款项应当提供合法的担保，付款期限也不能晚于1年。

3. 涉及国有土地使用权、采矿权、探矿权转让的，应当按照国土资源部有关的规定及其相关法律、法规办理。

（七）凭产权交易凭证办理产权登记

五、房地产开发企业产权转让中存在的问题

搞好产权转让，需要适宜的外部环境和条件，需要明确产权转让主体，明确产权转让规则。在目前产权转让实务中，存在的主要问题有：

一是产权转让中，一些企业净资产出现负数，如果被转让方资不抵债，其转让主体是企业还是债权人，是国家所有制还是银行债权所有制等问题值得我们认真研究明确。

二是企业重组中，非自愿组合严重，搞平均主义，“拉郎配”。产权转让本来应该是市场行为，却被行政行为所取代，以行政代替市场起不到资源优化配置作用，在产权交易过程中，产权量化不透明。①

三是负债处理中，收购方承担被收购方负债或所有负债一律由集团公司负担，是否有利于鼓励多兼并、少破产的原则？

四是在产权转让批准权上，应消灭行政级别，谁出资谁负责。

五是在产权转让重组中，应实行大型产业调整，即进行经营结构调整，改变目前产业结构严重落后的局面。但是，企业重组后的产业结构调整，需要更多的政策鼓励、扶持，否则，即使产权转让、企业重组了，如果没有进行大规模真正的产业结构调整优化，好景仍难以长久维持。

---

① 纪寿乐：“关于产权转让的几个问题的探讨”，载《财会研究》1997年第8期。

六、完善企业产权转让交易制度，为房地产开发企业并购护航

（一）观念要转变，要真正树立起商品经济的观念

不仅要明确生产资料是商品，还要明确企业这种由各种生产要素组成的有机体也是商品，产权转让正是反映了商品经济的本质要求。商品经济运行主要靠竞争机制和资本机制起作用。资本机制又包括两个方面，一是增殖机制，二是兼并机制。把竞争机制和资本机制有机结合起来，使资本在运动中增殖，在竞争中兼并，这正是商品经济中优胜劣汰的客观反映。观念转变了，在实践中实现产权转让才会更加自觉。从世界各国产业的发展来看，由于竞争机制的作用，企业之间生产规模与经营方向的调整，大都伴随着企业之间的淘汰、兼并和重组。由此推动了产业结构的演进和经济的发展。

房地产开发企业之间的并购，必然伴随着企业产权之间的交易，或者整体转让或者部分转让。交易过程中只有确定了产权归属，理顺了产权关系，完善了产权交易制度，产权交易才能做到公平合理，并购活动才能取得成功，企业的规模才能得到扩大；如果产权交易制度存在缺陷，很容易造成房地产开发企业在并购活动中增大成本，增加引起误会的概率，甚至会导致收购企业或者目标企业因产权交易制度的问题而拒绝并购。

（二）完善产权交易市场，平等对待产权交易主体

国有经济改革是我国产权交易市场存在和发展的重要动机与动力，甚至是造成我国产权交易市场有形化这一独特现象的根源。产权交易法制建设的重要目的之一便是为国有资产的有序流转提供安全的制度保障，确保国民经济体制改革的战略目标的顺利实现，并在此过程中防止不正常的国有资产流失。但是，如果过于偏重产权交易市场为国资改制服务的工具性定位，也会造成巨大的负面影响。

目前，产权交易市场的法制建设取得了一定的成绩，但值得注意的

是，一方面，目前的法规特别是国家层面的具有地域普适性的规范大多集中于对国有产权交易的规范，一定程度上忽视了产权交易市场本身的制度问题，忽视了对产权交易市场基础性立法规范的建设，不利于产权市场的长远健康发展；另一方面，产权交易市场的主体包括不同所有制的经济单位，交易对象也不仅限于国有产权。与存量型的国资改制相比，高新技术成果的转化、产业化和融资要求是增量型，从长远来看其具有更大也更稳定的需求，对于统一的产权交易市场是持续性、基础性的活力来源。偏重产权交易市场为国资改制服务的立法动机失衡，直接体现为缺少自然人之间、民营企业之间的交易规范，甚至导致非国有经济主体参与国有产权交易时受到不公正待遇，直接违背了民事法律关系的基本原则，也为产权交易制度建设埋下了隐忧。

房地产行业作为一个特殊的行业，涉及到百姓民生，其重要性区别于一般民营企业。房地产市场稍微动荡，对百姓的影响却是巨大的。蝴蝶效应，很容易在房地产行业被引发。而房地产并购，则是引发蝴蝶效应的很好的导火索，如果不能从各方面控制好房地产行业的并购活动，对房地产行业并购中的产权问题予以重视的话，会导致房市动荡，房产价格波动，很容易引发社会混乱。

房地产并购中的产权交易问题，目前还没有具体的法律规范予以规定，具体操作过程中只能比照国有资产产权交易的相关规定执行，在某种意义上，房地产行业，包括其他民营企业的产权交易活动目前仍是无法可依状态。房地产企业并购活动，涉及资金巨大，范围广，后续影响深远，稍有不慎，在无法可依的状态下，很容易引发产权交易市场中的隐忧。公平对待民营企业，完善包括房地产企业在内的民营企业产权交易市场，是目前产权交易制度亟需解决的一个问题。

第四章　房地产开发企业并购法律文书制度

第一节　公司合并有关法律文件

一、公司合并的法律程序

根据我国《公司法》关于企业合并的规定，公司合并的法律程序如下：

（一）提出合并方案，作出合并决策。董事会经过长期的调查和专业的判断拟订公司合并的方案。董事会成员事先必须经过协商，通过合并决议，然后向各自的股东会提出合并方案。根据我国《公司法》的有关规定，公司合并或者分立，应当由公司的股东会作出决议。所以有限责任公司合并的前提法律程序就是必须由公司的股东会做出决议。而股份有限公司的合并必须由股东大会做出决议，并且该决议必须由出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过方可。根据《公司法》第67条，国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有独资公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券，必须由国有资产监督管理机构决定，重要的国有独资公司还需要报本级人民政府批准。

（二）寻找适格的目标企业。企业一旦确定并购战略，就可以通过

交易市场、中间介绍人或直接谈判的方式寻找潜在的合并对象。如果经过双方谈判，目标企业同意照议定条件参与合并，就可以向对方企业提供关于各自的经营管理信息和财务信息。关于具体如何寻找合适的并购对象和评估目标企业在其余章节会详细展开。

（三）评估确定目标企业的正确价值。企业需要委托专业的资产评估机构对目标企业的资产、负债进行确认和评估，做出详尽的尽职调查，确定目标企业资产价值，以此作为双方企业合并的底价。之后双方对具体合并内容进行协商和谈判，对于合并时的成交价格，应根据目标企业价值以及双方企业职工素质、社会信誉等因素综合考虑。

（四）签署公司合并协议。公司合并合同必须采用书面形式，并载明合同生效后并购企业与目标企业的之间关于支付的方式细节（比如产权的转移方式等内容）。对于合并合同的具体内容，下面会有专门的章节予以展开。

（五）编制资产负债表和财产清单。公司合并后董事会应当立即着手准备有关的财务和工商登记变更登记材料，开始编制有关资产负债表和财产清单，以备公司向登记主管机关申请办理登记手续时使用。而目标企业如果是国有企业，有关的财务报表和财产清单还应当报送国有资产管理部门及其他有关部门。

（六）通知或公告债权人。《公司法》第174条和第205条规定，公司应当自作出合并决议之日起10日内通知债权人，并于30日内在报纸上公告。如果合并的时候，公司未按规定通知或者公告债权人的，由公司登记机关责令改正，对公司处以1万元以上10万元以下的罚款。债权人自接到通知书之日起30日内，未接到通知书的自公告之日起45日之内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。公司合并时，合并各方的债权债务由合并后存续的公司或者新设立的公司来继承。

（七）登记。公司合并之时，应当在法律规定的一定期限内向工商行政管理机关提出申请，并提交适当的法律文件，申请进行注销、变更或者设立登记。《公司法》第180条规定，公司合并或者分立，登记事

项发生变更的，应当依法向公司登记机关办理变更登记；公司解散的，应当依法办理公司注销登记；设立新公司的，应当依法办理公司设立登记。公司增加或者减少注册资本，应当依法向公司登记机关办理变更登记。而《中华人民共和国企业法人登记管理条例》第19条规定，企业法人合并，应当在主管部门或者审批机关批准后30日内，向登记主管机关申请办理变更登记、开业登记或者注销登记。公司合并从登记时起发生法律效力。

企业合并之后会产生以下效果：首先关于企业性质，如果有限责任公司之间合并，企业性质不变；股份有限公司之间合并，合并后的企业性质也不变。上市的股份有限公司与有限责任公司合并后，合并后的企业仍为上市股份有限公司；非上市的股份有限公司与有限责任公司合并后，合并后的企业性质可能是股份有限公司也有可能是有限责任公司。其次从企业存续角度来看，如果合并之后公司解散则无须清算，公司法人资格直接归于消灭；如果合并之后公司变更的，则必须向有关部门申请对变更的登记事项进行变更登记；如果是合并之后公司新设立的，新公司是属于新创立，应按照规定重新办理企业登记手续。

二、公司合并提交的法律文件

（一）如果是采用吸收合并的方式的，合并后公司办理变更登记，应提交以下法律文件、证件：

1. 合并后公司的法定代表人签署的《公司合并备案申请书》（公司加盖公章）；

2. 公司签署的《委托代理人授权书》（公司加盖公章）及委托代理人的身份证复印件（本人签字），其中应当列明具体授权事项、被委托人的权限、委托期限；

3. 公司合并协议（加盖双方公章及法定代表人签字）；

4. 向政府备案还需提交下列文件：（1）变更后的公司章程（公司法

定代表人签署）；（2）变更后的《公司董事、监事、经理情况表》以及新任董事、监事、经理身份证明；

5. 在省级以上公开发行的报纸上登载的公告；

6. 会计师事务所出具的相关验资报告；

7. 注销的合并方的工商登记注销证明；

8. 合并方股东会的合并决议（加盖公章和股东签名）。

以上材料如有要求提交复印件，应当其上注明“与原件一致”并由股东加盖公章或签字。

（二）如果是采用新设合并的方式，新设公司还应当提交《企业设立登记申请书》、股东的资格证明、《企业名称预先核准通知书》等企业新设立登记的有关证明材料。如果企业合并之后，企业性质改变，除提交以上所列材料外，特别注意还需要提交合并后公司的法定代表人签署的《企业变更（改制）登记申请书》。

三、合并合同的框架

合并协议是指合并双方在对合并事项（包括合并条件及合并程序）协商一致的基础上，所达成合意并签订的规范双方权利义务的书面合同。无论双方是采用吸收合并，还是采用新设合并，合并协议都是整个公司合并的基础和依据，在公司合并中起着至关重要的作用，也是法律服务的重点工作之一。

合并合同一般应采取书面形式，并载明合并的宗旨，合并的原因、条件，合并后存续公司或新设公司的名称、性质、住所，合并各方的资产状况及其处置方法，合并各方债权债务的处理，新设公司或存续公司股份总数、种类及各股份数额或股份增加数额，股份的转换方式，合并合同或存续公司的股东，公司章程的拟定或修改，不同意参与合并的股东的退股和收购，以及合并以后新公司或存续公司的组织机构产生办法

等事项。[①] 具体分析而言，合并合同的条款主要包括：

（一）合并合同的主要条款

合并合同的主要条款应当包括：1. 合并各方当事人的基本介绍。既包括订立合并合同、参加公司合并的各方公司，还包括合并后的公司。合并合同中要写明这些公司的详细信息（包括名称、法定代表人及住所等）。2. 合并的方式。合同中合并的方式，即吸收合并或新设合并。3. 合并的对价。合并对价即为了合并应当支付的对价，其基本形式一般是股票和现金。4. 支付的方式。一般来说，付款期限不超过 3 年。如果购买企业以股票为对价换目标企业的净资产，则还应向证监会以及工商行政管理机构备案登记。5. 合并各方的资产状况（包括负债情况）。这些是决定合并价格的基本要素，对于合并价格的科学确定具有重要意义，也是法律尽职调查的重要内容之一。因此，合同中应做出明确的记载，以避免因合并价格认定而产生纠纷。6. 员工安置条款。职工安置办法条款一般只适用于因合并而消灭的公司的员工。因为合并会带来公司职工劳动关系的变动。为了妥善处理这一问题，应明确职工的劳动关系及解除劳动关系的手续和解除劳动合同后补偿金的问题。根据《劳动法》及相关法律，这些职工安置办法必须事先与工会或者全体职工协商一致。

（二）合并合同的普通条款

1. 合并后的公司章程。不论是采用何种形式的合并方式，最好都将合并后的公司章程作为正文附件列在合同中。如果是吸收合并，存续公司可能引起注册资本变动，这样必然引起公司章程的变更。此时，可规定公司章程的修改条款。在新设合并中，则要对新设公司章程的主要内容做出规定。

2. 存续公司的股份变动情况。不论是在吸收合并还是新设合并中，若存续公司有增发新股的意向，均应在合同中规定增发的数量、股票金额、股份种类等。

---

① 李正清等：《公司企业设立运营转让全程指南》，法律出版社，2006 年版，第 256 页

3. 公司董事的事项。公司合并会造成公司董事人员的变化，此时笔者建议合同中应列明中关于董事的条款。比如，合同中应对董事的职位、报酬等问题作出约定。

4. 资产的交付与交付前资产的托管。合并合同应对资产交付的细节进行规定，比如方式、时间、地点等。

5. 合并合同的变更、解除。合同中应对合同内容的变更、解除的条件做出明确规定，包括变更、解除的条件、程序等。此外，合同中还应对违约责任做出约定，明确违约应承担的法律后果，以利于合同的履行。

6. 合同争议解决条款。应在合同中明确争议发生之后应通过法院或者仲裁途径进行解决，一旦双方对合同争议产生纠纷，可依合同约定的方式解决。

第二节　公司收购中的有关法律文件

一、房地产企业收购的有关概念

就我国市场目前发展状况而言，房地产企业之间进行合作最重要的目的在于开发优质地产项目。所以大部分房地产企业进行收购的目的便在于优质的房地产开发项目。就实践而言，房地产企业收购主要有以下几种方式：

（一）房地产整体开发项目转让

房地产整体开发项目，一般是指已经批准立项，并且已取得完备的土地使用权证和项目施工许可证，完成了土地上的“三通一平”（即通路、通水、通电和平整场地）和设计等前期准备和配套工作，可以进行开工的建设工程项目。

所以，房地产开发项目转让的标的实质上主要包括两个方面：1. 土

地使用权；2. 涵盖了转让方所取得之一系列行政许可的建设开发权，包括立项批准、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证等。

根据《城市房地产开发经营管理条例》第20条、第21条以及《城市房地产管理法》第38条、第39条规定，房地产开发项目的转让应具备如下条件：1. 转让方和受让方都应具备房地产开发经营资格，但受让方受让项目后并非用于经营开发而自用情形除外；2. 转让方已经合法取得土地使用权，并已交付了土地出让金。如果是划拨土地，应当办理了有关批准手续并补交了土地出让金；3. 转让方已经取得建设工程规划许可证和施工许可证；4. 项目土地使用权为出让取得的，房屋建设开发投资应达到25%以上。

而项目转让需要办理的法律手续包括：1. 签订项目转让合同；2. 项目土地使用权的受让批准、变更登记手续；3. 房地产开发项目转让的备案手续，具体由房地产开发主管部门办理；4. 建设工程规划许可证及建设工程施工许可证的更名手续，具体由规划管理部门和建设管理部门负责办理；5. 向原立项审批部门办理项目建设者更名手续。

（二）在建工程转让

在建工程转让，顾名思义，即是指房屋建设工程权利人未等房屋建设工程竣工，就将在建房屋及土地使用权全部或部分转让给其他方。与上面的第一种整体项目转让不同，其优点在于：并购项目所需的成本小，土地税费等相对较低，而且可以利用已经处理好的与政府主管部门和其他工程建设相关各方的关系，有效避免手续的繁琐和复杂关系的处理。但缺点在于：受让方有相当的法律风险，比如受让方很难以项目所有人名义对外提供的担保风险；如果收购前并没有进行相应的尽职调查或者调查不够全面，可能会面临收购前的不明债务或违约合同赔偿风险等。在建工程转让有时候仅以整体项目中的单幢或数幢在建房屋工程来进行转让，其余工程仍然由出让方自己完成。从上述内容可以看出，整体项目转让与部分在建工程转让有很大的不同之处。

对于在建工程转让，我国法律法规未作出具体规定，如《城市房地产管理法》（2004 年修订）及《城市房地产开发经营管理条例》（1998年）均只对房地产开发项目的转让作了简要规定。目前只有少数城市专门针对在建工程转让作了较为具体的规定，如上海和石家庄。依据《上海市房地产转让办法》第 45 条，转让在建工程必须符合五项条件：1. 在建工程所占土地使用权为出让取得，并已支付全部土地使用权出让金；2. 土地使用权已经依法登记，并取得房地产权证；3. 取得建设工程规划许可证；4. 取得建设工程施工许可证；5. 房屋建设的开发投资额已经完成 25% 以上。《石家庄市城镇房产转让管理办法》第 10 条规定，房屋建设工程转让应当符合下列条件：1. 取得土地使用权证书；2. 取得建设工程规划许可证；3. 取得建设工程施工许可证；4. 房屋建设的开发投资总额已完成 25% 以上。房屋建设工程需转让的，转让人应持上述文件向房产转让管理部门提出申请，对符合条件的，房产转让管理部门发给批准证明，对不符合转让条件的，作出转让的决定，并书面通知申请人。在建工程转让应办理批准手续，即在建工程转让方应于签订在建工程转让合同之前向房屋土地资源管理局申请转让批准，只有经有关部门批准的工程方可对外进行转让；另还需办理过户手续，即在建工程的转让当事人一般应于在建工程转让合同签订生效后 30 日内，向房地产交易中心办理转让过户手续。

（三）合作开发

根据我国现行法律法规及最高院相关司法解释的规定，合作开发房地产是指两方以上开发主体合作开发房地产，要求开发主体共同出资、共享利润、共担风险的合作开发方式。实践中，一般是一方提供土地，另一方提供资金、技术等，共同开发土地，完成开发项目，并在项目开发完成后按比例分享利益。

合作开发应当注意以下法律问题：

1. 避免引发合同纠纷被诉违约的关键就在于提供土地一方能够及时取得土地使用权，交纳土地出让金，或者办理土地使用批准手续。这些

必须在合作开发协议中被明确列入合同条款，作为提供土地一方的义务；

2. 至少有合作一方具备开发经营资格；

3. 应坚持共同出资、共享利润、共担风险的原则，不应出现所谓保底条款；

4. 项目建设必须符合国家相关政策规定，得到有关主管部门的立项批准，取得建设许可，手续合法；

5. 应当办理合建审批及土地使用权变更登记，这是日后双方发生纠纷之后确立自己土地使用权的依据；

6. 投资分担比例、利润分配比例等方面也是合作开发协议所应关注的重点，应就此作出具体的约定，防止出现纠纷。

（四）股权转让

股权转让，包括全部股权转让和部分股权转让，指开发项目所有人（房地产开发项目所有人是房地产开发企业或者其专门设立的项目公司）通过转让其股权，而受让人通过受让该股权来实现对该房地产开发项目的开发。

股权转让手续与之前所述的三种方式比较而言，明显简化许多。受让人与转让人达成转让协议，完成规定的股权变更手续即可控制整个项目。而且受让方可以不具备房地产开发的资质，这也是许多非房地产企业（比如私募、风投等）进行房地产项目开发的重要途径。另外亦可规避房地产开发项目必须已投资25%的障碍。但如受让方是外资企业，其股权转让必须经外资委批准，这也要求以受让方完成25%投资额作为转让的基本条件。

当然这种转让方式也存在一些风险。最重要的一点就是会导致债务风险增加。如房产受让人对房地产开发项目公司的全部债务都要承担偿还责任。而受让人在进入企业之前，实际上很难全面掌握项目所有人的债务风险。但尽管如此，这种转让方式仍然以手续方便和费用低的特点成为房地产项目转让目前使用最多的一种收购方式。

根据分析，前两种开发方式属于资产收购的有关内容，而第三种合

作开发属于企业合并或者说是合作开发的一种方式，第四种方式就是典型的股权收购的方式。如采取项目公司转让方式，还需要注意以下法律问题。首先，对于内资公司来讲主要是履行股权的工商登记变更手续，对于外商投资企业则多了外经贸部门的审批这一环节。其次，项目公司转让方的债权债务要明确，潜在债务必须进行公告。最后，转让行为也会造成项目公司内部的不稳定。新进入的企业班子如果不能充分理解原来房地产业务的内容，很有可能造成外行领导内行的情况出现，给项目的开发带来困难，影响项目最后的成功。

二、公司收购中涉及的法律文件

公司收购是非常复杂的法律活动，一系列的法律文件和法律意见书成为并购活动正常运作不可或缺的部分。

在整个收购活动正式的交易文件签署之前，并购双方经过初期的谈判和接触后，一般会首先签订并购意向书。该意向书是收购初期最重要的法律文件之一，通常依照双方实际需要而订立，是整个收购活动开始的基础。意向书的内容并不细致，但是往往很全面，一般来说包括并购意向、非正式报价、交易的方式、交易的程序、双方的承诺和保证。这一意向书确定了收购活动的基本原则和框架。对于法律工作者来说，要注意到的是意向书本身是否具有法律约束力是由双方根据实际需要来确定的，所以双方在制定该意向书时都会根据各自需要在其中增加一些的特别条款，并赋予这些条款相应的法律约束力。比如收购方可能会要求加入：排他性协商条款，资料提供条款，费用分摊条款等等；而被收购方为了保障自身的利益，也会要求加入具有约束力的条款：终止条款和保密条款。以下对这些条款进行一些特别的分析：

（一）排他协商条款。该条款规定目标企业不得在收购谈判期间与第三方公开或私下再行协商出让目标公司股份或资产，尤其是在没有得到收购方的书面同意的情形下，否则会被认为违反双方约定并须承担违

约责任。

（二）资料提供条款。该条款要求目标公司及时向买方提供其所需的企业资料（比如企业财务状况资料），特别是那些未向公众公开但却与收购后整合利益密切相关的资料，而且这些资料必须具有及时性和真实性。

（三）费用分摊条款。该条款规定不论并购是否成功，有关谈判和前期准备的费用均由双方共同分摊。

（四）终止条款。该条款明确双方如果在某特定期限内无法签订有关的并购协议，则并购意向书作废。

（五）保密条款。这是双方最重要的条款。主要约束收购方与收购方聘请参与谈判的并购顾问，要求收购方获得的资料仅能用于评估并购交易，不得作为其他用途，并且如果谈判失败，在一定时间内不得利用这些资料来进行投资等有关谋利活动。比如在一段时间内不得买卖目标企业的股票。同时，双方都将对本次并购的信息进行保密，防止信息的泄露。比如联想并购 IBM 的 PC 业务时，就有类似的一旦并购信息泄露则并购活动立刻终止的条款。

当然除了并购意向书之外，还会涉及到许多法律文件。其中最重要的法律文件就是收购协议书，不论最终选择的是股权转让方式还是资产收购方式，收购协议书都是确定双方权利和义务的最基本的法律文件，是整个收购活动的核心基础。在之后的章节我们会特别进行分析。

除了以上重要的法律文件外，在并购活动中律师也会根据有关主体的委托事项提供符合法律法规的法律意见书。根据我国现有的法律法规的要求，法律意见书在以下情况下是必不可少的：

（一）上市公司要约收购中，以要约方式收购上市公司股份的，收购人应当编制要约收购报告书，并且聘请律师对其要约收购报告书内容的真实性、准确性进行审查，并提供法律意见书；

（二）根据《关于公开发行证券的公司重大关联交易等事项的审核要求》规定，发行人在报告期内存在重大关联交易的，发行人律师应对

关联交易的合法性发表法律意见；

（三）根据中国证监会《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》规定，上市公司实施重大购买、出售、置换资产行为时，应当聘请具有证券从业资格的律师事务所为本次交易出具法律意见；

（四）根据财政部《关于股份有限公司国有股权管理工作有关问题的通知》规定，在组建股份有限公司时，应由律师就资产重组、国有股权管理的问题出具法律意见书；在涉及国有股权转让时，律师也应当出具相关意见书。

（五）律师还会依客户的要求设计和实施包括收购方案和反收购方案。

当然以上所列还只是收购过程中文件的很小一部分，还有许多相关材料需要准备，如资产负债表、会计报告、资产评估报告等等，这些法律文件是并购活动的重要组成部分，切实保障了收购双方的利益。

三、资产收购合同的框架

资产收购合同是交易一方为收购另一方资产所订立的合同。资产收购是公司合并的一种常见形式。在外资并购中，资产并购是指外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，或外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产设立外商投资企业运营该资产。① 资产收购既包括有形资产的收购，包括不动产、设备、设施，其他实物资产等；还包括无形资产的收购，即专利、商标、版权、专有技术、软件、许可和批准、特许经营等。因此，资产收购合同是由一系列复杂标的所构成的合同。一般来说，资产收购合同应为书面形式。在下文中，笔者将列举一个简要的资产收购合同的范本来对资产收购合同的必备条款做必要的说明。

---

①　孙效敏：《外资并购国有企业法律问题》，北京大学出版社，2007 年版，第 95 页。

资产收购合同

资产转让方：企业（以下简称甲方）

（住所、法定代表人、电话）

资产受让方：企业（以下简称乙方）

（住所、法定代表人、电话）

甲方（写明企业性质、注册资本、主营业务）与乙方（写明企业性质、注册资本、主营业务）本着公平互惠、诚实信用的原则，就甲方向乙方转让甲方企业全部资产（以下简称目标企业资产）事宜，经协商一致，达成合同如下。

合同正文如下：

第一条　目标企业资产条款

目标企业资产包括如下：

1. 土地使用权

位于　　市　　平方米国有土地使用权，使用年限　　年，土地使用权证号：　　。

2. 房屋所有权

位于　　市　　平方米的房屋所有权，房产证号：　　。

3. 固定资产所有权（包括设备资料及所有目标企业档案资料、备品备件及办公用品）

4. 无形资产所有权（比如目标企业注册商标、专利产品等）（详见企业经过审计的财务报表和目标资产明细单，这些可以作为合同附件列在合同之后。）

第二条　债权债务处理条款

目标企业在本合同签订前所发生的一切债权债务（包括但不限于职工工资、社会统筹保险金及应缴税费）不在本次合同签订的转让资产以内，由甲方自行处理。由此所引起的诉讼和纠纷，由甲方予以处理。

第三条　转让价款及支付方式条款

资产整体出售价格为人民币 万元。

乙方分 期支付转让价款（一般会在甲方完成资产权属在土地管理等部门变更登记之日后，再支付一部分）

第四条 履行条款（资产交付条款）

1. 在本合同签订后，甲乙双方根据作为合同附件的目标资产明细单进行资产清点工作，资产清点工作应在合同签订之日起 日内完成。

2. 在本合同签订后，乙方支付的第一期款项到位后，甲方承诺在 日内办理权属变更登记手续至乙方（包括合同第一条所列资产的变更登记手续）。

3. 有关转让手续由甲方负责办理，乙方配合，办理转让的手续费由乙方负担。

4. 自本合同签订之日起至权属变更登记完毕之日的过渡期内，甲方应妥善管理目标资产，不得有任何有害于目标资产的行为。

第五条 陈述与保证条款

1. 甲方的陈述与保证

（1）甲方保证目标资产明细单上所列关于目标资产的质量状况、使用年限、性能状况等情况真实；

（2）甲方保证以上转让的资产权属无争议、无抵押并无查封，并且甲方对该资产拥有完全的所有产权，如发生由此引起的有关所购资产产权的一切纠纷，由甲方负责处理，并负担由此所造成的乙方损失；

（3）关于目标资产转让事宜，甲方已获得有关政府部门的批复，甲方企业股东会、董事会已做出同意转让目标资产的决议；

（4）甲方上述陈述和保证在目标资产交付之日起 年内有效。

2. 乙方的陈述与保证

乙方保证将按照本合同的约定诚信履行义务；

第六条 保密条款

甲、乙双方对本协议及本协议履行过程中所接触或获知的对方的任何商业信息均有保密义务，除非有明显的证据证明该等信息属于公知信息或者事先得到对方的书面授权。该等保密义务在委托期限终止后仍然继续有效。任何一方因违反该等义务而给对方造成损失的，均应当赔偿对方的相应损失。

第七条　违约责任

本合同生效后，双方均应诚信履约，如有任何一方违反合同约定，应当承担违约责任。

1. 如甲方不能依法转让资产，或在约定期限内因甲方原因不能办理完相关合法资产凭证，则甲方应按资产转让价款总额　　承担违约责任。

2. 乙方应保证在约定期内按时支付合同所约定的款项，如不能按时支付，则乙方按银行同期利率计算逾期损失。

第八条　合同的附件

本合同设附件五份，附件是本合同不可分割的组成部分，也是本合同生效的必备条件（附件一般可能包括但不限于有关政府部门出具的同意甲方转让资产的批复、目标资产明细清单、甲方股东会、董事会等有权决定转让者同意目标资产转让的决议等）。

第九条　争议的解决

若因履行本合同发生纠纷，双方协商解决，不能协商解决的，则任何一方可以向法院起诉。

第十条　其他

1. 本合同未尽事宜及需变更事项，经协商后以补充合同形式确定，补充合同与本合同具有同等效力。

2. 本合同正本一式　份，双方各执　份。

甲方：（盖章）乙方：（盖章）

代表人：（签字）代表人：（签字）

由上文的范例中可见，资产收购合同一般包括以下条款：

（一）双方当事人情况说明。

（二）要并购的目标资产。在此条款下应详细列明收购的各类有形与无形资产，并将制作好的各类明细表中附在合同正文之后作为合同附件。

（三）债权债务处理条款。资产收购的一大优势就在于收购方可以借此摆脱目标企业的债务负担。因此，在资产收购合同中，一般应说明被收购方的债权债务由其自行承担。

（四）转让价款及支付方式条款。此条款应当在前期尽职调查与双方充分协商的基础上做出详细的规定，包括支付的方式、支付的价款等。

（五）资产交付条款。在此条款项下，应明确各种不动产权属，具体表明由转让方当事人负责承担办理所有权移转与登记的义务。在资产收购中，这一条款的规定更加复杂和重要，一旦对被收购方资产的范围没有进行界定或界定不合理，很容易导致出现权属纷争。

（六）陈述与保证条款。在此条款项下，双方当事人明确资产的出现瑕疵时的担保责任。

（七）保密条款。资产收购是个基于双方信任的谈判过程，双方对于收购过程中所获悉的商业秘密等应承担保密责任。

（八）违约责任条款。

四、股权转让合同基本条款

股权转让合同是转让方与受让方就股权转让的有关问题协商一致，依法达成的书面协议。[①] 股权转让合同也是第三方（包括司法机关等等）确定股权转让双方当事人权利、义务的依据。以下提供一份股权转让合同范本来进行说明：

---

① 王杰：“国有股权转让协议效力的法律分析”，载《内蒙古民族大学学报（社会科学版）》2005 年第 4 期。

股权转让合同

股权出让方（甲方）：

股权受让方（乙方）：

本合同由甲方与乙方就股权转让事宜，于 年 月 日在 订立。

甲方同意将所持有 公司股份 % 转让给乙方。甲乙双方本着平等互利的原则，经友好协商，达成如下协议：

第一条：股权转让价格与付款方式

1. 甲方同意将所持有 公司 % 股份，以 万元转让给乙方。乙方同意按此价格购买甲方的 % 股份。

2. 乙方同意在本合同订立 日内以 方式（现金或支票、一次性或者分期）。

3. 乙方应于 年 月 日之前完成股权转让的登记手续，甲方在必要时协助乙方办理。

第二条：保证

1. 甲方保证所转让给乙方的股份，是甲方在 公司的真实出资，是甲方合法拥有的股权，甲方拥有完全的处分权。甲方保证对所转让的股份，没有设置任何抵押或担保。否则，由此引起的所有责任和诉讼，由甲方承担。

2. 甲方转让其股份后，其原享有的权利和应承担的义务，随股份转让而转由乙方享有与承担。

3. 乙方承认 公司章程，保证按章程规定履行义务和责任。

4. 乙方以及目标公司其余股东在本协议签署之日至股权转让手续完成之日的过渡期内，应妥善管理目标公司资产，不得有任何有害于目标公司资产的行为。

第三条：股权转让的先决条件

只有在本协议生效之日起　个月内下述先决条件全部完成之后，股权受让方才有义务按本协议第一条第二款规定履行全部转让价支付义务。

（以下的条件按照具体的情况来具体分析，如房地产企业要求目标项目公司取得建设用地等行政许可这些条件，可适当加入。）

第四条：盈亏分担

本合同经　工商行政管理机关同意并办理股东变更登记后，乙方即成为　　　公司的股东，按出资比例及章程规定分享公司利润与分担亏损。

第五条：董事任命及撤销任命

股权受让方有权于转让股份过户到股权受让方之后，按照目标公司章程之相应规定委派董事进入目标公司董事会，并履行一切作为董事的职责与义务。

第六条：费用负担

本合同规定的股份转让有关费用，包括：公证费、　　费、　　费等，由　方承担。

第七条：合同的变更与解除

如出现该条所列条款，双方均可变更或解除合同，但双方必须就此签订书面变更或解除合同。（比如不可抗力、严重违约等行为致使合同无法履行的情形。）

第八条：保密条款

除非本协议另有约定，各方应尽最大努力，对其因履行本协议而知悉的所有有关对方的各种形式的任何商业信息保密，包括本协议的任何内容及各方可能有的其他合作事项等。任何一方应限制其董事、雇员、代理人、中介机构等，获知上述商业信息。只有上述人员和机构在为履行本协议义务所必需时方可获得上述信息。（当然之后还可列明一些例外，比如法律要求必需披露的信息除外等等。）

第九条：不可抗力条款（此不赘述）

第十条：争议的解决

1. 与本合同有效性、履行、违约及解除等有关争议，各方应友好协商解决。

2. 如果协商不成，则任何一方均可申请仲裁或向人民法院起诉。

第十一条：合同生效的条件和日期

本合同经甲、乙双方签字（盖章）后生效。

第十二条：本合同正本一式　　份，甲、乙双方各执　　份，均具有同等法律效力。

甲方：

乙方：

年　　月　　日

对于股权转让合同的内容，法律没有明确的规定，但是从司法实践的情况看，股权转让协议一般具备以下条款：

（一）基本情况与合同标的

本条款一般包括以下内容：1. 转让合同必须明确写明目标公司股权结构、转让意愿。2. 目标公司的介绍包括当前股东名称、公司名称、注册资本、经营范围、住所地、法定代表人等等。3. 出让方持股数量、所占比例，转让的股份性质和权益内容。4. 其他股东对于出让方转让股份的是否同意的意思表示和行为表示。5. 受让方的主体是否符合法律规定，有无行业限制和违反法律强制性的禁止规定。

（二）股份价格以及确定方式

股权是股权转让合同的标的。股价的确定是股权转让合同所规定的

重点内容。股权转让的如果是非上市流通的股份，则具体的股份价格多是依照双方约定而得出的，与投资额和企业净资产有直接的联系。该价格既可以高于股东当初的出资，也可以低于股东的出资；既可以高于评估后的每股资产，也可以低于评估后的每股资产。

在双方约定股权转让协议时，应明确协议中约定的股份转让的价格。在有限责任公司，确认股份的价格有通常有两种办法：一是根据票面价格确定约定转让的股份的价格，这种方法简便易行，许多股权转让协议均采取此方法。但该办法并没有体现出股份真正的价值，特别是对于经营时间长的企业的出资，公司资产有了很大的增加份额；二是根据出资比例，与有限责任公司的净资产相乘获得的价格。双方应首先委托中介评估机构对目标企业资产进行评估，确定转让股权的价格。这是目前最为流行，也最为双方接受的一种方法。

（三）支付方式以及股权转让方式

必须明确，股权转让合同的标的是股份、股东权利和股东责任，是引起股份和股东权利义务产生、变更、消灭的股权行为。

股权转让合同中应当具体约定支付的方式以及与何人办理股权转让手续。股权转让的方式非常重要。股权转让合同应约定如何验资、变更股东名册、变更新的协议和公司章程、办理股份变更过户的登记手续。如果属于金融、建筑、房地产、医药、新闻、电讯、通讯等特殊行业的，还需要约定谁负责向有关行业主管部门申请批准等手续。

在股权受让方支付股权金额之后，从实践中来说，出让方可以让会计师事务所对该笔账款予以验证，并将验证报告传真给股份的受让方。

（四）过渡期条款

所谓过渡期条款是双方在从协议签订到股权正式办理转让交割这段期间内，进行明确的权利义务的细化，并提出具体的先期进驻管理措施以便及时、准确地完成交接的条数。

通常，在股权收购的运作中，合同的签订仅仅只是整个交易行为的开始。如果双方没有完成股份转移及价款交付，股权的转移从法律上来

说仍然没有完成。只有到交割日，双方移转股份及交付价款时，才是交易行为的最终完结。从合同的签订到交割日是股权转让的过渡期。过渡期的长短视具体情况的不同而有所区别（比如各种法定程序履行的时间），一般来说时间在2－6个月之间。对于买方而言，因股权尚未正式转移，其未能取得股东的合法身份，仍然无法直接参其目标公司的经营，但目标公司的此时的各种经营活动已经与其自身的利益有很大的关联。对于卖方，因股权转移协议已经签订，因此有可能出现其怠于行使管理公司的职能的情形，从而影响公司的收益。因此，为避免出现上述的状况，双方都会在转让协议中写明过渡期间内的义务，即订立过渡期条款。

过渡期条款应当在以下方面进行基本的约定：

1. 股权出让方应当尽快办理本次协议约定的后续事项，妥善安排今后工作中应确立的工作事项，以免发生权责不明或互相推诿的现象，导致必要手续（包括政府手续）的拖延办理；

2. 卖方应承诺在过渡期内仍尽对公司的尽职责任，妥善经营管理该公司的一切业务；

3. 受让方可以在目标公司同意的情况下，尽快安排先期进驻的人员，对经营和交接工作进行指导和监督；

4. 为维持目标公司的现状，应防止卖方或者其他关联第三方利用其目标公司股东的身份，从中获取其他利益，或采取恶意行为使公司资产价值减少。因此，协议中应规定，在此期间内，未经受让方同意，目标公司不得随意进行股息或红利的分派，同时受让方不得再将目标公司资产或其股份进行抵押或再转让；

除上述基本内容以外，签约双方还可根据需要，增加其他的条款，以保证双方平稳地过渡，达到成立协议的最终目的，即顺利交接股权。

（五）违约责任条款

这主要依照双方的约定，此不特别赘述，但在协议中必须认真考虑。过严会造成双方束手束脚，过宽则会造成履行义务的懈怠。收购双方必须认真考虑和商讨这一条款的具体内容。

（六）保密条款

此条款主要约束收购方与收购方聘请参与谈判的中介顾问，要求收购方获得的资料仅能用于评估并购交易，不得作为其他用途，并且如果谈判失败，在一定时间内收购方也不得利用这些资料来进行投资等有关谋利活动。

（七）不可抗力条款

此条款与一般合同相同，为格式条款，要特别注意的是，房地产企业要重视这一条款。例如四川大地震那种典型的自然灾害，可以适用有关不可抗力条款。但要强调不可抗力是使得合同的根本目的不能履行时才能适用，在不可抗力对合同的适用没有影响的情况下，应当继续履行合同。

（八）陈述和保证条款

收购方要求出让方所提供的资料信息，应保证正确无误。如果这些信息不真实或承诺的事情发生了重大变化，出让方应当承担相应的违约责任。

在这里还要强调，如果股权出让一方为股份有限责任公司，还必须有其股东会出具的同意出让方股权转让的股东会决议。

以下为股东会决议的范本：

关于同意　　转让其股份的决议

时间：

地址：

出席会议股东：

出席本次会议的股东代表　　%的股份，决议事项经出席会议股东所持表决的全数（三分之二以上或半数以上）通过。

决议事项：

根据股东　　提出转让其所持有的　　　公司（以下简称公司）股份的书面申请，　　　公司股东会于　　年　月　日召开会议。会议中全体股东认真听取了原股东　　转让股份的说明，公司股东会就此问题及相关事宜进行了讨论，并作如下决议：

1. 同意　　　将所持公司　%的股份，转让给　　　，认可了与　　　关于股份转让事宜签订的协议（合同）。

2. 会议决定根据本次会议决议事项及《公司法》修改《公司章程》（第　次修改）。

3. 会议根据公司章程规定的程序，选举　　　为董事（法定代表人或执行董事）。同时免去原董事（法定代表人或执行董事）　　　的职务。

新董事（法定代表人或执行董事）　　　身份证号码为：　　　；住所为：　　　　　。

4. 会议决定委托　　负责填写相关文件、材料，并前往　　工商行政管理局办理相关变更登记。

被委托人　　　身份证号码为：　　　　　　；住所为：　　　。

原股东签名：（必须现场手写签名，并加盖公司公章）

新增股东签名：

年　月　日

五、收购合同中应注意的特别条款

在收购合同之中，除了以上的普通条款之外，我们必须注意收购合同的特殊条款并加以运用。

（一）反摊薄条款。该条款的目的是确保目标企业最初投资人的权

益。根据该条款，后来加入的投资者所拥有的股份权益不应当造成原先目标企业投资人股权权益的稀释。举例来说，如果某个投资人拥有原来目标企业一定的原始股，价格为4元，而后如果企业以每股2元的价格发售新股时，原始投资人应该免费得到更多的股份，以使得其所拥有的每股股份价格下降到新股的价格水平，即每股2元，但其总的股权权益保持不变。

（二）肯定性条款和否定性条款。这两个条款都是针对目标企业管理层在过渡期限内的行为而规定的。肯定性条款是指目标企业管理层在一定期限内应该从事哪些行为的约定；否定性条款会约定目标企业管理层在过渡期内禁止从事哪些行为的约定。比如肯定性条款会约定定期向投资人提交反映公司盈利及财务状况的财务报告等等，否定性条款会约定不得散布各种商业信息以造成谈判投资的失败等等，当然这些条款在之前的规定中已有体现，所以并非合同中必然出现的条款。

（三）共同卖股权条款（Right of Co - sale）。此条款是指如果目标企业原有股东向第三方转让股份，则之前的收购方也有权按照此价格向第三方转让目标企业中的股权，以此来保障收购方在原有股东不对目标企业进行投资之时有退出的措施。

（四）强制原有股东卖出股份的权利。如果目标企业不能成功上市，则收购方有权要求原有股东和自己共同向第三方转让股份，以保障投资者在被投资企业无法如期上市时，有其他退出途径。

若以上这些特殊的条款在实践中运用的好，则能极大保障收购方的利益。

第三节　并购过程中应该注意的法律问题

一、资产不实的风险

不实资产是指目标企业未按国家规定的会计制度进行核算，形成账面会计信息的不真实。不实资产的形成一般有以下几个原因：会计、审计方面的原因，如许多企业对控股单位不按权益法要求（即按照投资单位的净资产变化和收益情况来调整长期投资），而按成本法进行账务处理，造成潜盈或潜亏；虚假出资，部分中外合资企业为享受所得税减免政策，虚假出资后将投资资金变相收回，这也是企业目前的常态做法；目标企业资产的所有权存在瑕疵，即可能存在资产的抵押权等等。

（一）有形资产

控制有形资产的法律风险，不仅要确认它们的存在，还要保证目标企业对这些资产在法律权利上不存在瑕疵，进而确定它们的价值。对房地产而言，一是了解房地产企业经过批准后的用途是什么，因为不同的用途所体现的预期收益不同，收购价格也不同；二是了解该房产的所有权或使用权的机会期限；三是了解该所有权或使用权是否完整，有无抵押以及相关权利证书是否完备等；四是考虑因国家建设需要而被强制征用的风险。

（二）无形资产

无形资产是指特定主体所控制的，不具有实物形态，对生产经营长期发挥作用且能带来经济利益的资源。[①] 内部法律风险涉及知识产权主体的保护及其有效性等方面，包括未通过法定程序获取知识产权的风险、

---

① 《财政部关于印发〈资产评估准则——无形资产〉的通知》，载《中国财经审计法规公报》2001 年第 11 期。

未能有效开发知识产权的风险、企业知识产权被侵犯的风险。

在国际化的市场竞争中，企业同时面临许多外部法律风险，具体表现在：知识产权侵权诉讼的风险、知识产权被抢占的风险、法律法规不健全带来的风险。

二、财务陷阱的法律风险

并购中的财务陷阱源于在并购过程中对企业财务报表的过分倚重和事前调查的不尽职。虽然财务报表是并购过程中主要的信息来源与重要的判断依据，但是，对财务报表固有缺陷的认识不足，例如不能及时、全面地披露所有重大信息，从而使收购方不能够及时对一些重大的事项给予足够的关注。财务报表导致并购者所产生的许多错误认识，必将影响并购工作的展开，提高并购成本，引发财务与法律的纠纷，影响并购融资的安排和整合的进程。

财务信息披露制度的固有缺陷即并购双方信息不对称是造成财务陷阱的重要原因之一：其中被收购方想尽量将资产与盈利预期加高，甚至刻意隐瞒其真实负债与潜在负债的状况，以此来达到抬高并购价格的目的；收购方则尽量希望付出较低的并购成本来完成项目。收购方一旦踏入了财务陷阱，那么其实际承担的并购成本将大大高于协议支付的成本。

为克服相关法律的不完善与并购经验的不足等客观因素的影响，在实际操作中，应该特别重视并购中的尽职调查。并购中的尽职调查包括资料的搜集、权责的分离、法律协议的签订、中介机构的聘请。①

三、税务风险

在企业股权并购活动中的涉税内容主要涉及所得税问题，根据《国

① 关景欣："并购陷阱与律师尽职调查"，载《中国科技财富》2005年第8期。

家税务总局关于企业股权转让有关所得税问题的补充通知》的规定，股权重组中转让股权的一方，应该计算股权的转让所得（或损失），并且缴纳所得税；企业在一般的股权卖卖中，股权转让人应该分享的被投资方累计未分配利润或累计盈余公积应确认为股权转让所得，不得确认为股息性质的所得；企业在股权重组以前尚未弥补的经营亏损，可以在税法规定的亏损弥补年限的剩余期限内，在股权重组以后继续弥补。

四、反垄断法的风险

在签订并购合同之时，要注意特定企业的并购应符合反垄断法的规定。根据我国《反垄断法》第 21 条的规定，经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。另外，根据该法第 31 条的规定，对外资并购境内企业或者以其他方式参与经营者集中，涉及国家安全的，除依照本法规定进行经营者集中审查外，还应当按照国家有关规定进行国家安全审查。因此，在企业签订合并合同时，应注意须符合我《反垄断法》的相关规定，达到申报标准的应按照法定程序向国务院反垄断执法机构申报。

五、融资的法律风险

当企业资金出现“瓶颈”需要从外部融资时，若采用发行新股的方式，则为新股东提供的新权益会降低老股东股权权益的比重。相应地，原股东的控制权就有所削弱。

而过度负债会降低企业的再筹资能力。企业过度负债将使债务负担过重，企业债务到期，若不能按期足额支付本息，就会影响企业的信誉。信誉不好的企业再筹资能力也就降低了。

收购方对目标企业负债状况可能引发的风险要有清醒的认识，并且要建立监测风险机制来应对，以化解可能的融资风险。

六、劳动合同的风险

在签订并购合同之时，要注意解决员工安置问题。并购后的企业，为适应新的运行机制的需要，往往对原企业签订的劳动合同进行清理、规范、变更或重新签订。[①] 在这过程中，要注意解决员工安置问题，特别是在新《劳动合同法》颁布后，要按照其相关规定变更劳动合同。否则引发的劳动纠纷风险也将会对企业并购产生不利的影响。

① 史建三、石育斌、易芳：《中国并购法律环境与实务操作》，法律出版社，2006年版，第311页

第五章　房地产开发企业并购的税收问题

第一节　房地产开发企业并购税收问题分析

一、税收影响并购行为的理论分析

（一）税收对并购的影响

1. 有利于减轻企业税收负担，增加自身收益

在制度经济学看来，一笔交易的成功，很大程度上决定于交易费用。交易费用过高的后果并不只是使成本支付上升，更重要的它会导致交易的失败。所以，促成交易成功的主要因素是降低交易费用。对于并购来说，其交易费用包括并购的价格以及诸如寻找并购对象、合约签订、合约的执行监督等过程中的花费。在一个完全市场经济中，中介机构和资本市场构成企业并购市场的核心，它们的存在将大大降低交易费用，而我国中介机构体系功能缺位阻碍了并购的发展。因此国家可以利用其政治资源、信息优势和信用优势，在并购行为中，通过制定税收优惠政策鼓励并购行为、对某些并购活动提供部分税收的减免等手段来降低交易费用，促进并购顺利进行。

2. 有利于提高企业财务管理水平

税收活动导致企业现金流出量的增加，企业有必要认真考虑和分析

税收对企业理财活动的影响，寻求一种既能减少企业因为纳税导致的现金流出量，又不违反税收法律法规的方法，提高企业财务管理水平。

3. 有利于提高国家经济政策的运行效果

税收是国家实现其宏观经济政策的重要手段，企业进行税收筹划，正是对这些政策信息的主动接收，并能动地加以运用。企业按照国家宏观政策要求，对自身行为进行的调整，其结果必然有助于国家宏观政策目标的实现。

4. 有利于增强企业纳税意识，强化税法观念

企业应学习和了解国家有关的税收法律法规，学会用合法的方式来维护自己的正当权益，而税收筹划能够促使纳税人自行完成这一过程。成功筹划的前提是纳税人应熟悉和通晓税法，并准确掌握合法与非法的界限，保持各种账册文件的完整，把运用税法进行纳税方案选择作为一种自身发展的内在需要。通过对税收法律法规和国家税收政策的学习和运用，纳税人的纳税意识必然得到提高，法制观念必然得到加强。

二、企业并购税收制度的比较研究

（一）美国模式

美国税法将公司并购划分为两大基本类别：免税并购和应税并购。应税并购中，如果出售的资产的售价不同于资产的价值，就认为出现了资本利得或亏损。并购公司并购的资产缴纳公司所得税，在个人股东层次应按个人并购价格确定，目标公司该项资产的权利和义务均不能转移给并购公司。相反，在免税并购中，并购公司主要以股票作为支付方式并购目标公司的资产或股票，目标公司及其股东均未被认为出现资本利得或亏损，无须缴纳资本利得税。而并购公司并购的资产或股票价值以目标公司的账面价值确定，相应的税收权利和义务均转移到并购公司。

1. 应税并购

应税并购的显著特点是收购方用现金或非权益性证券支付被收购方

的资产、或有投票权的股票。在美国，应税并购大体上可分为两类应税资产并购和应税股票并购。一般应税并购中的价格均为现金支付。应税并购主要有三种形式：第一种是协议资产并购，其涉及到的资产视同销售。并购资产或分支机构会产生利得或损失，必须课税；第二种是目标公司被并入并购公司的子公司，视同以现金的形式并购目标公司的资产。目标公司将资产出售给并购公司和目标公司股东收到注销股票收入时，会实现利得或损失，必须课税；第三种是并购公司临时新设一个子公司，将其并入存续的目标公司，视同并购公司购买了目标公司的股票．这种交易一般用于并购目标公司全部股权。

2. 免税并购

免税并购的显著特点是收购方用自己有投票权的股票支付被收购方的资产或有投票权的股票。所谓免税并购其实并非真正意义上的“免税”，只是被并购公司的股东不需要立即出售其获得的并购公司的股票而形成资本利得，从而实现避税。这种避税是暂时的，一旦股票卖出，资本利得被确认，就必须纳税。免税并购有三种类型：A 型是目标公司的股东用其持有的目标公司的股票换取并购公司的股票；B 型类似于股票交换，并购后，目标公司可以被清偿进入并购公司，或者保持独立经营；C 型是一种股票交换资产的交易，要求目标公司财产在公开市价以上被并购。在确定并购是否是免税并购时，也有以下原则：

（1）利益持续原则，此原则是美国最高法院在 Pinellas Ice& Cold Storage Co. v. Commissioner 一案中创造出来的。法院明确指出，出卖人必须取得收购公司的利益。此项利益必须确定且重要，必须代表转移财产价值的重要部分，也必须要如此才能使所达成的结果能够真正符合一般合并或新设合并的目的。至于利益持续的判断原则，法院指出应包括下列两点：①转移资产的公司或其股东应当保留一个实质的专属利害关系，并表现对受让公司业务的重要利益之上；②这个保留的利益应代表所转

移财产价值的实质部分。①

（2）商业目的原则，此原则亦是美国联邦最高法院创造出来的。法院指出，如果公司采取一系列的步骤，其目的只是要使其符合法律的规定，则其行为属于无商业或公司目的的行为，因此不得享受免税的优惠。也就是说，各种免税类型的交易必须要有正当的商业目的，而不能只是为了规避税收。

（3）企业营业持续原则，此原则要求在并购完成之后，并购公司仍应符合下列两个原则方能继续享受免税的优惠：①并购公司应继续目标公司的"历史营业"。例如，并购公司仍继续经营目标公司的业务；②并购公司应继续在其营业中利用目标公司历史营业资产中的重要部分。但如果目标公司有多条产品线时，并购公司只需要继续其中最重要的业务，就足以符合此要求。

（4）交易步骤原则，此原则是美国税法实质优于形式的一个具体表现。在审查并购是否构成免税要件时，可以就与该交易有关的步骤或一系列的程序加以审查，来决定交易的真实性质，而不仅以交易的形式为准。例如，如果目标公司的股东根据其在合并前所达成的协议将并购公司的股票出售，这时美国国税局会认为其此出售与合并为一个整体的交易，而认为不符合利益持续原则，因此不能获得免税的优惠。

就公司并购，美国税法与我国税法的不同在于：首先，美国税法认为目标公司或其股东因并购而取得的并购公司股票，虽然有财产交易的形式，但目标公司股东投资的本质并未改变，所以任何所得或损失都没有实现，不征所得税。只有在目标公司股东转让并购公司股票时，其所得或损失才能实现，才有所得税的课征。其次，美国税法对股权收购中的转让所得并不免税。在美国税法下，公司并购唯一可能免税情形事实上是迟延付税的模式，并购价金以并购公司的股票给付，在这种情况下，其税法认为在转让并购公司股票前，所得并没有得到实现，也没有所得

① 冯震宇："企业并购法制租税优惠之检讨（下）"，载《月旦民商法》（创刊号），第194页。

税课征的问题。所以美国税法对公司并购的分类不是以股权收购、资产收购和公司合并这三种模式为标准，而是以转让所得是否实现为标准，若所得实现，则即时课税；若所得没有实现，则迟延课税。

（二）英国模式

1. **公司集团的分类**

英国在规范并购税收的时候，充分考虑了公司间关系，其主要原因在于任何并购都可能涉及到公司集团的改变和建立。依据母公司直接或间接持有子公司股份的比例，从纳税角度来看，与并购有关的公司集团可分为如下三类：

（1）预交公司税集团也就是母公司持有子公司50%以上股份的集团。这种集团的好处在于：①为了抵销子公司的税负，母公司可以缴还由它为子公司缴付的预缴公司税，在这种集团内的公司可以选择支付红利，这样可以得到所得税税基减少；②不支付集团内预缴公司税刚好等于母公司得到的税款抵免，因此也就节约了管理费用；③避免了剩余预缴公司税和投资所得在集团内自由流动而不被减免的可能性。

（2）集团减免集团。当母公司拥有子公司75%的股份时，财务减免可以使营业亏损在集团的公司内转移。亏损可能是由于营业亏损、额外费用、某个投资公司管理费用超支、子公司经营失败等原因。只要母公司拥有子公司的股份是作为投资而不是营业资产，这种偶发的亏损就可以在母公司与子公司之间，或子公司与子公司之间进行转移。

（3）资本收益集团。这种集团也要求母公司拥有子公司，或子公司拥有孙公司至少75%的股份。资产可以在集团内转移，但资本收益和亏损则不能。所以可以通过资产的转移来转移资本收益或亏损，只是通常当这些资本转移出集团时，资本收益或亏损才明显地被人意识到。集团减免集团为了获得集团减免，必须拥有至少75%的子公司或孙公司的实际控制权。但与集团减免集团的控制方式有所不同，资本收益集团可以通过下面的方式来达到对子公司有效的控制：假设P公司拥有S1和S2两个子公司的股份，另外，子公司又拥有孙公司SS1的75%的股份。若

孙公司 SS1 亏损，因为母公司实际只控制孙公司 SS1（75% ×75%）= 56.25% 的股份，所以不能由母公司 P 来弥补，但可以用子公司 S1 的利润来冲销孙公司的亏损，而事实上孙公司 SS1 的亏损是在资本收益集团税内的。①

2. 目标公司之课税

对于目标公司来说主要有两方面的税收规定：

第一，公司税。如果目标公司在被并购前是某个集团的一部分，那么它从被并购之日起不再有预缴公司税缴还和集团减免的资格。一旦目标公司被并购，它就作为新的纳税集团的一部分，可以在并购后的会计期间内缴还或得到集团减免。并购事件把目标公司的会计期间一分为二，目标公司的盈利或亏损和应税收益，在这两个期间内按比例进行分配。集团减免仅适用于目标公司已成为新集团成员的那个会计期间。在许多情况下，预缴公司税往往不能被缴还，也不能为新集团公司所利用。另一种情况是目标公司在一年中严重亏损，或者连续几年不赢利，公司拥有相当数量的累计亏损，根据税法中的亏损递延条款，该公司往往会被考虑作为并购对象以达到合理避税的目的。但在 1970 年英国税法对亏损弥补的做法附加了两个条款。如果符合这些条款，那么公司就不能结转应计亏损。第一个条款是：3 年内公司产权有了改变，公司的业务处理和公司有实质性变化；第二个条款是：虽然公司的业务有很小的变化，但它在盈利前产权已发生了变化。也就是说，税收损失的使用需依照严格的条件，并购后目标公司和并购公司之间不能立刻转移亏损和利润，并购公司必须从事目标公司以前的业务，才能利用税收报失条款减少未来的税务负担。并购公司要获得减免，必须在未来继续经营，使之赢利。即使亏损自然增长，目标公司仍应保持持续经营，否则税务部门可能会认为公司经营不连续，而不允许亏损结转。现行的英国税法对亏损弥补规定目标公司累积的资本损失不能抵销由集团另一成员创造的应征的资

① 孙鸿雁："公司并购中的合理避税"，载《金融·证券》2002 年第 5 期，第 32 页。

本收益。例如，一项收益有义务交纳资本收益税。这样，购买一个累计资本亏损的目标企业，将它转化成收购公司资产中孕育的资本收益，以收益冲减亏损是困难的。①

第二，资本收益税。在资本收益税集团内资产可以在集团内转移而税收不变。这就产生一种避税方法，因为把带有资本收益的资产转移给另一个集团成员可以不必纳税。但如果获得资产的子公司在6年内离开集团，那么集团内的资产转移就会被认为是资本转移出集团，应缴纳资本收益税。

3. 并购公司之课税

对于并购公司来说，有三方面的税收规定：

第一，公司税。根据所获得的目标公司股权的比例，可以把目标公司包括在集团内，并获得税收优惠。但是，在某个会计期间，子公司加入或离开集团，对亏损结转有一些限制，特别是在考虑目标公司的公司税时，也要求利润或亏损在会计期内按时间进行分摊。换言之，只要有关规则运用不是“不合理”或“不正当”的，在子公司加入集团时，将继续使用时间分摊利润或亏损的原则，这样对亏损的结转便会产生一些限制。②

第二，资本收益税。并购公司出售目标公司，收购的成本和出售目标公司的成本可以计入公司成本。如果目标公司在并购后以原始成本出售一项应税资产，纳税成本低于原始成本，其实际资本收益就要比预期高。出于集团的目的，所有公司集团成员的交易被看作是单独的交易，并购公司和目标公司由此获得的收益可以分配到并购公司和目标公司新的资产上，少付资本收益税。

第三，其他税。关于增值税，由于负有连带责任，并购公司对目标

① 许静：《公司并购之税法制度研究》，武汉大学2005年硕士学会论文。

② 吴晓求：《公司并购原理》，中国人民大学出版社，2002年版，第167页。

公司在接管前未缴的增值税负有责任。①

第二节　房地产开发企业并购税收实务操作

一、选择并购目标企业环节的税收问题

（一）纵向考量目标企业的选择

如何找到合适的收购对象，是房地产开发企业并购决策的首要问题。公司并购的动机不同，选择的对象也不同，这是并购对象选择中的决定性因素。但是，在选择并购对象时，如果把税收问题考虑进来，可以在一定程度上降低并购成本，增加并购成功的可能性。税收影响并购目标的选择，主要表现在以下几个方面：

1. 兼并有税收优惠政策的企业

税收优惠政策在地区之间的差异，决定了在并购不同地区相同性质和经营状况的目标公司时，可获得不同的收益。我国现行所得税法规定的税收优惠政策中，有一类是地区性的优惠：对注册于国务院批准的高新技术开发区内的高新技术企业，可减半征收所得税；对老少边穷地区的新设立企业，可以减征或免征所得税 3 年；对设在中西部地区国家鼓励类产业的内资企业，在 2001 年至 2010 年期间，可以减按 15% 的税率征收所得税等。并购公司时可以利用我国现行税法中的地区性优惠政策，将目标公司选择在能够享受优惠政策的地区。这样，通过收购可以利用税收优惠政策将集团利润转移到低税地区，从而降低集团的整体税收负担，为企业节省大量的未来支出。

---

①　王春辉、刘祥生：《企业并购理论、实务、案例》，立信会计出版社，1999 年版，第 158 页。

2. 兼并有亏损的企业

盈利企业可以选择那些在一年中严重亏损或连续几年不曾盈利、已拥有相当数量亏损的企业作为兼并对象，以亏损企业的账面亏损，冲抵盈利企业的应纳税所得额，以充分利用盈损互抵减少纳税的优惠政策，使兼并企业所得税税负减轻。

按照国家税务总局的有关规定，被兼并企业兼并后继续具有独立纳税人资格的，其兼并前尚未弥补的经营亏损，在税收法规规定的期限内，由其以后年度的所得逐年延续弥补，不得用兼并企业的所得弥补；被兼并企业在被兼并后不具有独立纳税人资格的，其兼并前尚未弥补的经营亏损，在税收法规规定的期限内，可由兼并企业用以后年度的所得逐年延续弥补。因此，在企业兼并的税收筹划中，取消被兼并企业的独立纳税人资格，可以适用弥补亏损的政策，以达到减轻税负的目的。

（二）横向度量目标企业的选择

目标企业的选择是企业并购决策的最重要内容，在选择目标企业时可以考虑以下与税收相关的因素，以作出合理的有关纳税主体属性、税种、纳税环节、税负的筹划：

1. 若选择同一行业内生产同类商品的企业作为目标企业，则是横向并购，可以消除竞争、扩大市场份额、形成规模效应。从税收角度看，由于并购后企业的经营行业不变，横向并购一般不改变并购企业的纳税税种与纳税环节。从纳税主体属性上看，增值税小规模纳税人由于并购后规模的扩大，可能变为一般纳税人。

若选择与供应商或客户的合并，则是纵向并购，可以加强各生产环节的配合进行协作化生产。对并购企业来说，由于原来向供应商购货或向客户销货变成企业内部购销行为，其流转税纳税环节减少。由于目标企业的产品与并购企业的产品不同，纵向并购还可能会改变其纳税主体属性，增加其纳税税种与纳税环节。例如钢铁企业并购汽车企业，将增加消费税税种，由于税种增加，可以说相应纳税主体属性也有了变化，企业经营行为中也增加了消费税的纳税环节。

2. 目标企业注册资金类型不同与税收筹划的关系。目标企业按其资金来源性质可分为外资企业与内资企业，而我国税法对内外资企业的税收区别对待，实行的税种、税率有较大差别。一般来说，外资企业享有较多的税收优惠。因此，并购企业在选择目标企业时，可以选择外资企业。若并购后外资占并购后企业资金达到法定比率，则可申请注册为外资企业，从而可享受外资企业的所得税优惠措施和优惠税率，并可免除诸如城市维护建设税、城市土地使用税、房产税、车船使用税等不对外资企业征收的税种。

3. 目标企业的财务状况与所得税的筹划。并购企业若有较高盈利水平，为改变其整体的纳税地位可选择一家具有大量净经营亏损的企业作为目标企业进行并购，通过盈利与亏损的相互抵销，实现企业所得税的减免。如果合并纳税中出现亏损，并购企业还可以实现亏损的递延，推迟所得税的交纳。但必须警惕目标企业可能给并购后整体企业带来的不良影响，特别是利润下降对其市值的消极影响及并购企业为整合目标企业而向目标企业过度提供资金造成的“整体贫血”，防止将并购企业拖入经营困境。

4. 目标企业所在地与并购税收筹划的关系。我国对在经济特区、经济技术开发区注册经营的企业实行一系列的所得税优惠政策。并购企业可选择能享受到这些优惠措施的目标企业作为并购对象，改变并购后整体企业的注册地，使并购后的纳税主体能取得此类税收优惠。

二、并购过程具体环节中存在的税收问题

公司并购的模式有多种，其会影响到价款数额及给付方式，这是因为法律对不同并购形态有不同的课税规定。就并购公司而言，它所关注的不仅是它从口袋中拿出的现金或股票，因并购而必须承受的税负，其实也是它所付出对价的一部分。就目标公司而言，它也并不关注买方付出的现金或股票数目之多寡，它所关心的是究竟有多少能确实落入其口袋，假如其

中有一大部分需要用以缴纳税负，则其只能提高价金，以确保落入口袋的数额。因此税收直接影响收购方对并购模式和支付方式的选择。

（一）选择并购模式的税收问题

1. 横向并购

并购企业选择在同一行业的从事同类生产经营活动的企业作为目标企业，即横向并购。如前所述横向并购一般不改变并购企业的纳税税种与纳税环节的多少。但由于企业并购后规模的变化，其适用的增值税税率和所得税税率可能会相应提高，因此在公司采取横向并购时，计算成本和收益应考虑到纳税人身份和属性的变化会带来相关使用税率的变化。

2. 纵向并购

并购企业选择其供应厂商或客户等处于不同生产经营阶段的企业作为目标企业，即纵向并购。如前所述，纵向并购可以通过将市场交易转变为企业内部交易降低交易成本，减少增值税纳税环节。例如，增值税在公司并购以前每一个公司都要分别缴纳，但当这些公司合并为一个公司后，只需在最后一个环节缴纳。但由于纵向并购使企业延伸到了其他领域，还可能会改变其纳税主体属性，增加其纳税税种和纳税环节。例如生产行业公司与销售行业公司并购后，除了缴纳增值税以外还要缴纳营业税。

3. 混合并购

并购企业选择与自己没有任何联系的行业中的企业作为目标企业，即是混合并购。在这种合并行为中，由于企业跨入其他行业，因此可能会面对与以前不同的一些税种。例如，机器制造公司如果并购了一家房地产公司，那么并购后的公司除要缴纳原先的增值税和所得税外，还要缴纳营业税和契税、房产税以及土地增值税等。[①]

从以上内容可以看出，不同的并购模式产生的税收效果各有不同，因此公司在做出并购决定时应根据税法的不同规定选择税负最少的并购模式。

① 刘艳华：“企业并购中的税收筹划”，载《今日湖北理论版》2007年第4期。

（二）选择并购支付方式的税收问题

由于税法中对不同类型的资产和收益规定的税率有很大差别，这就为公司合理避税提供了途径，同时也为并购中的支付方式决策增添了一个影响因素。在具体的并购决策中，须根据公司所面临的相关税收环境，选择适当的支付方式。

1. 现金式并购

即并购公司用现金购买目标公司的股票和资产。现金购买股票式由于存在现实的证券交易行为，所以会发生证券交易税的缴纳问题。现金购买资产式由于存在现实的资产转移行为，涉及到不同的资产，会发生增值税、印花税、契税等缴纳的问题。并且如果目标公司的股东有收益，则必须在同年缴纳个人所得税。

2. 股票式并购

即并购公司用股票换取目标公司的股票和资产。在股票换取资产式的并购过程中，目标公司的股东既没有收到现金，又未实现资本的收益，所以这一过程是免税的，只有等到他们卖出收购人的股份后才须缴纳税款。相比之下，通过这种收购方式，公司可以在不纳税的情况下，实现资产的流动与转移。

3. 可转换债券式并购

即并购公司用可转换债券交换目标公司的股票，一定时间后再转换为并购公司的普通股票。其在税收上可产生以下好处：一是并购公司可以通过预先扣除可转换债券利息的方式少缴所得税；二是并购人可以保留这些债券的资本收益直到这些债券转为普通股票为止，这也可以达到合理避税的目的。①

【案例分析】

企业出资方式的选择对税收的影响

公司 A 和 B，B 公司的股本为 1500 万元。现 A 公司欲对 B 公司实行

---

① 黄萍："企业并购中税收筹划的运作"，载《成都行政学院学报》2005 年第 5 期。

并购，经过双方协商，拟采用以下方式：(1) A 公司发行新股换取 B 公司股东手中持有的部分 B 公司旧股。(2) 其余部分 B 公司股票由 A 公司以直接支付现金的方式购买。在这种并购模式下，企业应当如何确定支付现金和新股换旧股的比例才能最大限度的节约税收成本呢？假设参与并购的企业选择支付的现金大于 300 万元，也就是说，非股权支付额超出了被并购企业股权票面价值的 20%（$300 \div 1500 \times 100\% = 20\%$），那么按照税法规定，对这一并购行为 B 公司要缴纳企业所得税，B 公司股东还要缴纳个人所得税。如果 A 公司能够把现金支付额度控制在 300 万元以内，对 B 公司或其股东而言，就可以享受免交一种所得税的待遇：要么 B 公司免交企业所得税，要么 B 公司股东不交个人所得税。

从上述案例可知，我国公司在并购出资方式选择时应当注意非股权支付额 20% 的界限，充分利用低于 20% 所享有的税收优惠，减少企业并购的税收成本。

（三）选择并购融资方式的税收问题

1. 增资控股

当收购方选择以增资扩股方式取得现金来收购目标公司时，企业需要发行股票并用销售股票所得价款作为并购支付价款，这相当于并购企业用自有资金进行并购。采用这种方式，收购方可保持或降低负债率，增强公司的再负债能力。但是，增资控股可能稀释每股收益，现有股东在收购后的持股比例可能下降，和新股东一起分享利润，而且支付的股利是税后利润，不能起到利息抵税的作用。

2. 股权置换

股权置换是指以公司股票作为并购的支付手段，它是公司合并的基本特色。在企业并购中，并购者若将其自身的股票作为现金支付给目标公司股东，可通过两种方法实现：一是由买方出资收购卖方全部股权或部分股权，卖方股东取得资金后认购收购方现金增资股，因此双方不需另筹资金即可实现资本集中。二是买方收购卖方全部或部分资产，而由卖方股东认购买方的增资股。如果采取第一种方式，并购企业的合并报

表可以采用权益结合法，即不用负担商誉的摊销，也不会因资产并购导致折旧增加。从目标企业角度看，股东可以推迟收益的实现时间，得到税收上的好处，也能分享并购后新企业所实现的增值。其缺点同增资控股。

3. 金融机构信贷

金融机构信贷是企业并购的一个重要的资金来源，在国外比较流行。它要求收购方提前向可能提供贷款的金融机构提出申请，并就各种可能出现的情况进行磋商。这种负债融资方式具有融资成本低的突出优势，并购后公司的每股收益可能会提高，同时也维持了股东原有的持股比例。采用这种方式，可以获得利息抵税的好处，但高负债将增加公司还本付息的财务风险。

4. 债券融资

债券融资是指并购企业用发行债券筹集来的资金完成并购交易。企业发行债券承担的利息部分可以在税前扣除。

5. 杠杆收购

杠杆收购是指并购企业以未来并购目标企业的资产和收益为担保，向银行或其他金融机构大量举债，用借来的资金完成并购的一种方式。在杠杆并购中，借债比例通常占并购总资金的70%以上，并且通常被安排在10年以内分期偿还，并购后并购企业的债务将激增。回顾企业并购发展历程不难看出，杠杆收购之所以成为20世纪6、70年代风靡全球的并购融资方式，很大程度上是出于税收的考虑，并购的对象主要是那些管理机制比较优良、资产负债率不高、现金流量稳定且实际价值高于账面价值，但由于遭受经济萧条而股价偏低的企业，其实质就是并购公司主要通过借债来获取目标公司的产权，又从目标公司的现金流量中偿还债务的兼并方式，由于偿还债务的本金和利息都来自目标公司的现金流，所以这种方式的税收利益无疑是非常大的。但是这种融资方式的财务风险也很大，若并购后被并购公司经营正常，能够提供稳定的现金流量用以偿还债务，则这种方式容易为买卖双方所接受；但如果被收购公司经

营出现问题，影响到收购公司的偿债能力，则并购公司要承担因债务高所带来的风险，甚至会使并购公司陷入沉重的债务危机之中。目前，杠杆收购在许多国家都受到一定的限制的原因就在于不能仅仅从税收利益考虑，而必须考虑企业的整体利益。①

【案例分析】

企业融资方式的选择对税收的影响

若甲公司为实行并购须融资400万元，假设融资后息税前利润有80万元。现有三种融资方案可供选择：

方案一，完全以权益资本融资；方案二，债务资本与权益资本融资的比例为10：90；方案三，债务资本与权益资本融资的比例为50：50。假设债务资金成本率为10%，企业所得税税率为30%。在这种情况下应如何选择方案呢？

当息税前利润额为80万元时，税前投资回报率＝80÷400×100%＝20%＞10%（债务资金成本率），税后投资回报率会随着企业债务融资比例的上升而上升。因此，应当选择方案三，即50%的债务资本融资和50%的权益资本融资，这种方案下的纳税额最小，即：

应纳企业所得税＝（80－400×50%×10%）×30%＝18（万元）

三、并购中的税收优惠问题

（一）并购中税收优惠的价值

1. 税收优惠能适度的鼓励并购

以税收优惠措施作为调控手段干预市场是一把“双刃剑”，它既能促进经济的发展，也可能阻碍经济的发展，这就在于使用税收优惠手段的适当性问题。我们必须严格限制利用税收优惠手段配置资源介入企业并购市场的广度和深度。否则，市场配置资源的机制将会被破坏，进而

① 孔有田、李伯圣：“论公司并购过程中的税收筹划”，载《税务研究》2006年第5期。

影响整个经济的发展。所谓“适度鼓励并购活动”是指对于那些并购交易仅仅导致企业外在形式发生变化，而股东对营业企业的投资利益未发生实质性重大变化的并购活动应予以鼓励。因为这些并购交易的真实意图在于优化资源配置，改善资产结构，提高资源利用效率，增强企业市场竞争力。依照“适度鼓励并购活动”的价值取向，只有在并购交易导致企业发生实质性重大变化时才能对并购交易课税，国家不应以税收来干预企业通过并购交易而实现的企业形式变化。以适度鼓励并购活动作为并购税制的价值取向之一还有利于促进中国企业并购活动的发展，有利于实现经济目标，从某种意义上说，它是税收促进经济增长原则题中应有之义。

2. 税收优惠能阻止避税型并购交易

企业并购交易是极其复杂精细的企业活动，它给纳税人提供众多避税机会。避税型并购交易扭曲了企业并购行为，违背了税收中性原则，而且避税型并购交易导致非避税型并购交易当事人与避税型并购交易当事人之间税收负担的不公平，违背了税收公平原则。因此，我国企业并购中税收优惠法制应当以“阻止避税型并购交易”为其价值取向之一，这既是企业并购活动自身规律所要求的，也是税法基本原则在并购税制中的必然体现。并购税收政策的制定有助于减少避税型并购交易的发生。①

（二）我国对并购中税收优惠的规定

2007 年 3 月 16 日第十届全国人民代表大会第五次会议通过了《中华人民共和国企业所得税法》，依该法第 60 条规定，该法自 2008 年 1 月 1 日起施行，同时废止《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》和《中华人民共和国企业所得税暂行条例》。

在新修订的《企业所得税法》实施以前，我国税法中对企业并购业务的税务处理，除了《企业所得税暂行条例》及其实施细则外，就是国

① 李萃：《企业并购中税收优惠法律问题研究》，北京交通大学 2008 年硕士学位论文。

家税务总局的发布的一系列规范性文件30中，主要有：

《关于企业股权投资业务若干所得税问题的通知》（国税发［2000］118号）；

《关于企业合并分立业务有关所得税问题的通知》（国税发［2000］119号）；

《关于企业改制过程中有关印花税政策的通知》（财税［2003］183号）；

《关于企业改制重组若干契税政策的通知》（财税发［2003］184号）；

《关于企业股权转让有关所得税问题的补充通知》（国税发［2004］390号）；

《关于企业改制重组契税政策有关问题解释的通知》（国税发［2006］844号）；

《中华人民共和国企业所得税法》和一系列的条例、通知构成了我国现行企业并购中税收优惠法律规定的主体内容。

（三）我国并购税收优惠规定的不足

尽管我国对并购的税收优惠有较为广泛的规定，但纵观各项法律和法规的规定，我国税收政策仍然存在以下问题：

1. 税收方式直接、单一

企业合并免征契税、印花税；目标企业属于上市公司的，其个人股东免征个人所得税；股权收购中目标企业的个人股东免征个人所得税；资产收购中转让全部企业产权的，免征增值税、营业税、契税等。纵观三种并购交易形式下交易各方享受的税收优惠待遇，不难发现，我国对企业并购主要采取减免税等直接优惠方式。

直接优惠方式可以使纳税人直接感受到税收政策鼓励的方向，因而具有较强的指向性。但其缺点是直接优惠方式对税收收入的影响很大，而其激励作用也相当有限。间接优惠方式虽然作用较为间接，但可以减少政府的税收损失，并且其激励作用并不见得比直接优惠方式小；缺点

是在征税各期需要认真核算以前年度递延的税款额，容易造成税收征管繁琐化。经过20多年的改革开放，我国经济投资环境已经建立并日益完善，政府不应广泛采取作用直观、见效明显的直接优惠措施吸引某些急于取得利润的投资者，而应倾向于采用递延纳税等间接优惠方式，以保证经济的协调发展。[①] 限制直接优惠方式的适用，是税收优惠立法的趋势。

2. 免税适用范围有限

依照《关于企业股权投资业务若干所得税问题的通知》中的有关规定，当企业以整体资产转让、整体资产置换和合并形式进行并购，并且符合享受所得税递延的税收优惠条件时，有关当事方通常不需要当期确认财产收益或损失；相反，如果以上述三种形式进行并购，但不符合享受优惠的条件，有关当事方则必须当期确认财产收益或损失。这里的"不确认财产收益或损失"并非真正的免税，只是通过延缓其损益认列的方式，将其纳税义务予以递延，当企业以不符合特定适格要件的形式处置该资产时，将一并缴纳所得税。

由此可见，我国法规对免税适用的条件限制比较严格，而免税适用的范围也比较有限。

第三节　房地产开发企业并购相关税收政策

一、企业并购的税收基本原则

各国家的公司所得税法中都有针对企业并购的税收规则，这些税收规则能保证企业、政府及投资者各方在合理的制度框架下进行操作，减

① 刘生根：《我国税收优惠政策研究》，江西财经大学2003年硕士学位论文。

少企业的恶意逃税、政府的黑箱操作。发达国家的税收法律系统比较复杂，需要借助税务专家指点才能在并购活动中实现自身利益；发展中国家或者转型国家的税收制度相比发达国家，不至于过于复杂，但必须保证一个基本的、合理的税收制度或者政策，这不仅对于促进国内企业并购重组起推动作用，而且能使海外投资者有信心参与到国内的并购中。

在绝大多数国家的公司所得税法中，都对企业并购改组制定了特殊的税收规定，这些特殊的税收规定一般遵循以下三个原则：

（一）经济合理原则。即看企业发生的投资和改组业务是为了合理的商业或者经济目的，还是纯粹为了利用被合并企业的巨额亏损等达到避税的目的。所得税的政策不应该影响企业正常经营需要的投资和改组活动。

（二）中性原则。是指国家在制定税收政策时，应该不干预市场经济运行，平等对待一切纳税人。经济学界提出税收中性原则，其根本基础是市场机制在资源配置方面具有充分效率。在市场能够充分有效地配置资源的情况下，政府征税应该避免对市场机制的干扰和扭曲，而让市场在不扭曲或不受干扰的条件下调节整个经济活动的运行。

具体到房地产企业并购活动中，包含两层意思：一是不论企业并购或者改组与否，税收待遇应当一样，不应因为改组而有特殊照顾；二是经济功能相同或相似的并购或者改组交易，税收待遇应该一样。比如，企业兼并可以通过收购被兼并企业的净资产方式实现，也可以通过购买被兼并企业股东持有的全部被兼并企业的股份方式实现，虽然两者形式不同，但经济实质是一样的，因而在税收政策上不应当有差别待遇。

（三）反避税原则。即通过适当的税收技术措施防止企业以投资、并购、改组为名，通过关联企业交易等，相互转移利润、隐匿转移增值资产或利用其他企业巨额亏损冲减本企业应纳所得税等避税行为。最核心，也是最本质的要求是，如果有关资产中隐含的增值（减值）在税收上没有确认实现，或没有按税法规定的方式递延，接受该资产的企业（或投资者）就不能按评估价值调整有关资产的计税成本。

二、企业并购中的相关税收法律政策

除了上文第一节所涉及到税收并购的相关法律规定外，在企业并购中涉及的法律规定还包括：

（一）部委规章

建设部《关于房地产企业建立现代企业制度试点指导意见》（建法［1996］第38号）；

《国家税务总局关于印发企业改组改制中若干所得税业务问题的暂行规定的通知》（国税发［1998］97号）规定，企业在股权重组前尚未弥补的经营亏损，可在税法规定的亏损弥补年限的剩余期限内，在股权重组后延续弥补。企业以吸收合并或兼并方式改组，被吸收或兼并的企业和存续企业符合纳税人条件的，应分别进行亏损弥补。合并、兼并前尚未弥补亏损，分别用其以后年度的经营所得弥补。企业以新设合并方式以及以吸收合并或兼并方式合并，且被吸收或兼并企业不具备独立纳税人资格的，各企业合并或兼并前尚未弥补的经营亏损，可在税收法规规定的弥补期限的剩余期限内，由合并或兼并后的企业逐年延续弥补。

《国家税务总局关于企业合并分立业务有关所得税问题的通知》（国税发［2000］119号）规定，企业合并，在通常情况下，被合并企业应视为按公允价值转让、处置全部资产，计算资产的转让所得，依法缴纳所得税。合并企业支付给被合并企业或其股东的收购价款中，除合并企业股权以外的现金、有价证券和其他资产（简称非股权支付额），不高于所支付的股权票面价值（或支付股本的账面价值）的20%，企业可以按下列规定进行所得税处理：（1）被合并企业不确认全部资产的转让所得或损失，不计算交纳企业所得税；（2）被合并企业的股东以其持有的旧股换新股不被视为出售旧股、购买新股，不交纳个人所得税。但未交换股权的股东取得的全部非股权支付额应视为旧股转让收入，计算确认资产转让所得并缴纳所得税。

中国工商银行《关于运用中长期贷款支持企业并购的意见》（工银发［2000］50号）；

《财政部、国家税务总局关于转让股权转让有关营业税问题的通知》（财税［2002］191号）、《国家税务总局关于转让企业产权不征收营业税问题的批复》（国税函［2002］165号）和《国家税务总局关于转让企业全部产权不征收增值税问题的通知》（国税函［2002］420号）规定，转让企业产权是整体转让企业资产、债权、债务及劳动力的行为，其转让价格不仅仅是由资产价值决定的。所以，企业产权的转让与企业销售不动产、销售货物及转让无形资产的行为完全不同，既不属于营业税征收范围，也不属于增值税征收范围。因此，转让企业产权既不应交纳营业税，也不应交纳增值税。股权转让中涉及的无形资产、不动产投资入股，参与接受投资方利润分配，共同承担风险的行为，不征收营业税，对股权转让也不征收营业税。

国家税务总局《关于外国投资者并购境内企业股权有关税收问题的通知》（国税发［2003］60号）；

商务部、国家外汇管理局《关于印发企业境外并购事项前期报告制度的通知》（商合发［2005］131号）；

《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部国资委税务总局工商总局证监会外汇管理局20号）；

国家工商行政管理总局、商务部《关于外国投资者通过股权并购举办外商投资广告企业有关问题的通知》（工商广字［2006］99号）。

（二）地方性法规和规章规定

1. 广东省深圳市人民政府办公厅《关于开展深圳市房地产市场秩序专项整治工作的通知》（深府办［2007］100号）规定，贸工部门：规范外商投资房地产市场准入制度，配合相关部门查处外商投资设立房地产企业、外商投资房地产企业的股权和项目转让以及境外投资者并购境内房地产企业等行为中的违法违规问题。国税部门、地税部门：进一步落实房地产行业税收政策和税收征管措施；建立健全税收管理员工作责

任制；对房地产开发企业纳税情况展开专项税务检查；查处各种涉税违法行为。

2.《拉萨市城镇房地产管理条例》第21条规定，政府鼓励和支持廉租住房的开发建设。新建的廉租住房建设用地实行行政划拨的方式供应，在行政审批、行政事业性收费、税收等方面享受政策优惠。第22条规定，房地产转让，是指房地产权利人通过法定程序，将其房屋所有权连同该房屋占用范围内的国有土地使用权转移给他人的行为。主要包括：（一）买卖（含以房地产清偿债务，下同）；（二）赠与、继承、划拨；（三）产权调换；（四）以房地产合资合作、作价入股，房地产权属发生转移的；（五）因收购、兼并或者合并企业，房地产权属发生转移的；……

3.《陕西省城市房地产市场管理条例》（2004年修正）第13条规定，房地产权利人可以通过买卖、赠予或者其他合法方式将其房地产转让给他人。法律、法规禁止转让的除外。下列行为视同房地产转让：（一）以房地产作价入股，与他人成立企业法人的；（二）一方提供土地使用权，另一方或者多方提供资金，合资、合作开发房地产的；（三）因企业被收购、兼并、合并、分立，房地产转给新权利人的。第53条规定，违反本条例有关工商管理、广告、物价、税收等规定的，由有关主管部门依法处理。

4. 广东省人民政府转发国务院《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（粤府［2003］84号）规定，完善市场监管制度。加强对房地产企业的资质管理和房地产开发项目的审批管理，严格执行房地产开发项目资本金制度、项目手册制度，积极推行业主工程款支付担保制度。支持具有资信和品牌优势的房地产企业通过兼并、收购和重组，形成一批实力雄厚、竞争力强的大型企业和企业集团。严格规范房地产项目转让行为。已批准的房地产项目，确需变更用地性质和规划指标的，必须按规定程序重新报批。

（三）其他地方性法规

北京市《关于境外投资者和境内非公有制经济组织并购国有工业企业暂行办法》（京政发［2003］21号）；

北京市《关于境外投资者和境内非公有制经济组织并购国有工业企业人员分流安置暂行办法》（京政办发［2003］49号）；

内蒙古自治区地方税务局《转发国家税务总局关于外国投资者并购境内企业股权有关税收问题的通知》（内地税字［2003］128号）；

深圳市地方税务局《转发国家税务总局关于外国投资者并购境内企业股权有关税收问题的通知》（深地税发［2003］535号）；

上海市国资委《关于外资并购本市国有企业若干意见的实施细则》（沪国资委产［2003］15号）；

广东省地方税务局《转发外经贸部、国家税务总局、国家工商行政管理局、国家外汇管理局2003年3号令〈外国投资者并购境内企业暂行规定〉的通知》（粤地税发［2003］229号）。

第六章　房地产开发企业之反并购

第一节　反并购的理论分析

自从美国次贷危机发生开始，全球金融界就进入到日益动荡的重新洗牌过程中。华尔街第三大投行美林银行的被收购，更是掀起了新的一轮风起云涌的并购浪潮。这一影响也开始波及到我国国内，全球性公司并购已经日益成为一种国际趋势。中国房地产企业经过了从 2003 年至 2007 年 5 年的高速繁荣发展阶段，从规模来看，出现了万科这种资产超过 2000 亿元的企业，保利和中海等 500 - 1000 亿元的企业。但在高速发展的背后，也存在着严重的泡沫成分。在这种环境下，政府出台了一系列的政策，包括货币政策、税收政策、住房政策等对房地产市场进行调控，同时政府进一步缩紧银根，控制投入，压缩规模，调整结构，优化技术，疏导需求，规范市场等。再加上全球经济的衰退和房产交易市场的冷淡，如今整个房地产行业也走到了发展的瓶颈阶段，尤其是目前房地产市场降价潮已经开始形成，那些资金回笼较慢但却拥有优质项目的房地产企业成为了许多房产巨头的“最佳猎物”，房地产行业的并购暗潮已经日益浮出水面。

对于大型房地产企业来说，通过重组并购，在较短的时间内形成自己的品牌优势，增强抵抗风险的能力，将是今后房地产市场发展的一个主要方向。房地产企业的并购的本质是对被并购企业所开发的房地产项

目的吸收。一些房地产公司进入异地，由于获取土地资源的难度较大，即使他们倾向于独立进行开发，但是为了能够迅速获取土地资源，也会选择采用兼并收购的方式。另外，有些其他行业的资本想进入房地产行业也会选择通过收购兼并来进行借壳开发。

作为房地产企业扩张和发展的重要途径，“并购是现代公司产权制度的产物，也是公司资产性行为的高级形式”。[①] 而股权收购相比较于资产收购的冗长的谈判过程以及繁琐的部门审批，成为了房地产企业获取土地储备和优质项目的首选收购方式。然而股权收购方式的过程并不总是一团和气。相对于资产收购方式中的你情我愿，对目标公司来说股权收购并不总是善意的行为。事先通知或不通知管理者而直接向目标公司股东发出的要约收购，往往使得目标公司尤其是股权分散的公众性持股公司（上市公司）非常被动。根据目标公司对要约收购的态度，又可以分为善意并购（friendly merger）和敌意并购（hostile merger）。敌意并购是指收购人没有得到目标公司管理层的支持合作或者被后者明确加以反对和抵制的收购行为。[②] 这样的并购往往导致目标公司启动相应的反并购机制，以达到挫败收购的目的。

反并购，是目标公司针对敌意并购而采取的旨在预防或阻止以控制权转移为目的的收购行为的一切行动。在收购与反并购的过程中，也将不可避免地导致目标公司内部权力结构的重新配置和各方利益的冲突与再分配。[③] 对于中小房地产开发公司来说，他们通过各种方式拥有大量开发用地，只是资金极其缺乏。当然目前的融资渠道虽然缩紧，但也不至于无路可走，何况国内外还有许多投资基金。因此，被收购兼并并不是中小房地产开发公司所情愿的一种模式。

现代公司制度使得公司的所有权与管理权进行分离。在很多情况下，

---

① 张学森、张伟弟：《证券法原理与实务》，经济科学出版社，1994 年版，第 153 页。

② 种亚娟：“敌意收购及其在我国的运用”，载《宁夏社会科学》2003 年第 2 期。

③ 郭富青：“论公司要约收购与反并购中少数股东权益的保护”，载《法商研究》2000 年第 4 期。

管理层以及股东对于收购的善意或者恶意的判断可能会有激烈的冲突。公众性持股企业中的大股东包括很多机构型的投资者，这些股东对于企业的经营权并不在意，在他们看来获取最大的利益就是其持股的目的。最经典的一个例子是，2008 年微软宣布收购雅虎，雅虎董事会对于微软的报价坚决抵制。这种行为不仅使得微软方面很失望，更是使得雅虎股东中的许多大型持股机构大为光火。在整个收购过程中，股东大会更因此产生了严重的分裂。所以在现实中如何协调管理层与所有者之间的利益冲突，保证不论是收购措施的实现还是反并购行为的采用都能最终符合公司和股东的长远利益，是企业必须思考的问题。以下我们将从不同的立场来分析这种分歧产生的原因以及应如何采取有效措施来减少这样的利益冲突。

一、反并购的动因

对于管理层（董事会）而言，支持进行反并购的原因往往很复杂。既有可能是出于自保的原因，如担心收购之后丧失经营权甚至可能面临失业，也有可能是基于对公司长期经营计划的通盘考虑，还有可能是出于对股东以及其他利害关系人甚至是对于整个社会负责的立场（比如针对竞争企业出于控制市场目的进行的收购等等）。这些不论出自私心或是职业性的判断，都会使得管理层认为保持独立是对他们的股东和公司的最佳选择，从而拒绝收购的进行。

对于目标公司的股东而言，对反并购的采用也是思量再三的。一方面对于创始公司的股东来说，其舍不得轻易放弃辛苦创建的公司的所有权；但另一方面，对于许多持股目的在于获取股票的溢价和回报的中小股东或者机构型持股股东而言，他们更期待收购的完成。他们对于反并购的支持往往是希望获得最大的收购溢价。但整体上，对于股东而言，尤其是房地产企业的股东而言，选择收购就意味着要放弃手头上可能产生丰厚利润的开发项目。然而如今房产市场已经出现降价回落的趋势，

资金回笼速度也随之降低，没有丰厚资本支撑的中小型房地产企业即使拥有优质项目也不可能有足够的实力进行后期运作，而接受收购能迅速获取大量资金，可以降低风险的承担。所以我们看到在实践中，许多企业的股东在并购过程中的态度往往是朝秦暮楚的。

从上面的分析我们可以看出，管理层与股东之间所产生的利益冲突实质上并非不可调和。对于管理层而言，实行反并购的主要目的在于保护其自身利益。因此，许多收购方在进行收购前都会私下向目标公司的管理层相关人员伸出橄榄枝，许诺优厚报酬或者是收购后的职位保证，以此来获取管理层对收购的配合态度。而对于目标公司来说，收集这样的违反公司忠实义务行为的证据相当困难。而在目前的股权分散的公众型持股企业中，获得企业的控制权很多时候也并不需要拥有50%以上的股权。在有些公司甚至拥有10%以上的股权就能成为企业的大股东，所以股东的意志是越来越难以掌握和琢磨。就目前看来，对于管理层与股东而言，最理想的过程就是管理层得到股东的支持和足够的动力，以其职业的态度和手法进行反并购行为，直至取得最大的收购溢价，同时又不损坏并购的成功机会。为了达到这一目的，许多相应的制度应运而生。

二、反并购行为的评价

就像并购行为所引发的争议一样，反并购行为也遭受到了许多非议。就目前而言主要有两种观点，即全面否定说和部分否定说。

全面否定说的主张者认为，企业收购是一种对企业经营发展最有影响力的企业行为。收购有利于迅速扩大企业规模，提高企业的核心竞争力和影响力。而收购的时效性优势使得企业可以以更快的速度进入不同的行业市场。以美国优秀房地产企业的发展规律来看，这些优秀企业一般都是发展到一定规模后，通过并购方式迅速扩大其市场影响力，以此应对市场竞争的加剧和资金回笼时间的减缓，同时降低对行业风险的承担。而反并购的结果往往使得管理层仅仅保护到自身的利益但却使得公

司股东失去了获得更高溢价的机会，丧失了企业发展的大好时机。正如上面文章所分析的那样，要求管理层不顾及自身利益而全心全意追求公司利益最大化的行为是非常不可思议的。更为严重的是，反并购行为中的许多措施比如焦土政策、虚胖政策等等，在导致并购成本的必然上升的同时，也大大损害了目标公司本身的经营状况，是典型的损人不利己的行为，是严重影响市场资源优化配置的商业行为，同时会对其他潜在的并购人造成不良影响。在实践中，许多企业都在实行了反并购措施击败收购公司后，自身损失很大，最终导致其被另外的收购方收购。这样的实例举不胜举。

而持有部分否定观点的学者认为，作为公司的管理层，在经营整个目标公司过程中往往对公司运作和收购对公司的负面影响有更专业的洞察力，加上长期职业的经验，他们所下的商业判断会比股东具有更强的合理性。一旦获得股东支持，管理层就有能力增加收购的成本和难度。而只有反并购措施的实行，才能迫使处于优势地位的收购方平等地对待目标公司与股东，只有这样双方才能进行自由平等的价格商讨。这样不仅能使得目标公司的股东利益最大化，同时也使得目标公司的管理层能提高管理效率，更好的进行企业的重组。在实践中，就连英国这样传统上对反并购行为持否定态度的国家，立法都已经逐步放宽，允许反并购措施的部分运用。

在我国，对于反并购措施还是持比较明确的限制观点。《上市公司收购管理办法》（2008 年修订）第 33 条规定：收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。该条规定，在收购人作出提示性公告之后，如果目标公司管理层得不到股东大会的支持，许多反并购的措施，比如焦土政策等处置公司资产增加负债的重大行为，便被法律明确禁止。换句话说，在我国，目标公司对敌意并购的

防范应当更集中在事前防范而非事中防范。

在笔者看来，部分否定说更有利于企业和市场的发展。首先，当一项敌意并购开始之时，由于并购方为并购做了大量的事前准备，包括法律、金融、财务方面的专业分析和大量目标公司信息的掌握，这使得目标公司从并购一开始就处于信息不对等的地位。这种不平等极易造成对目标公司股东利益的损害。反并购措施的实行，能在一定程度上将二者的地位拉至平等，或者至少是接近平等。其次，公司的发展是有其长远的战略目标的，然而一旦控制权易手，对于企业来说，人事的变动、资产的重组都会破坏企业经营战略的连续性，影响目标公司长远的发展。最后，反并购也有利于资产配置到更优的收购者手中。

综合来说，反并购只是企业重组、市场达尔文主义的一种手段和方式，具体的反并购行为要与潜在的、经济的、法律的、社会的利益相结合才能做出评价。立法者应该将这种评价的决策权交给企业自身来进行，而不是盲目的否定一切反并购的手段。对于那些可能损害目标公司股东、公司或社会整体利益的并购应当允许目标公司进行合法有效的反并购措施进行防御。

三、反并购的决定权模式

在反并购的过程中最重要的问题在于反并购的决定权归属。换句话说，是判断收购行为属于善意还是敌意进而决定是否采取反并购的决定权究竟应该归属于目标公司的董事会还是其股东大会。各国立法对此有很大的差异。

（一）股东大会决定模式

从传统理论上来说，现代公司制度的核心在于股东主权。股东是整个公司的所有权人，是公司利益的获得者。换句话说，公司是属于股东的公司而并非是属于管理层或董事会的公司。董事会经营公司的权利完全是来源于公司股东的授权，董事的选任也是由股东选举，其最主要任

务在于维持公司的经营和运作。并购是涉及到整个公司资产所有权的重大变动，股价的变化更是与股东的利益紧密联系。而董事会在收购过程中应不应采取反并购的措施，应当由股东来判断。更何况董事顾及到自身利益，害怕并购完成后出现的人事变动，可能拒绝一切可能的并购（其中可能就包括合理有益的并购）。因此从这样的理论出发，是否实行反并购应当由股东来决定，而不是由董事会来代替股东作出判断。从发达国家的实际情况来看，股东大会是并购与反并购的主要战场，被敌意并购企业的控股股东通常会积极地采取反并购措施。并购与反并购的战斗，最终要靠股东大会决出胜负。①

基于以上理论，英国采用了股东大会决定的模式。英国公司并购委员会制定的《城市法典》（City Code on Takeovers and Mergers）第7条规定："无论何时，当一个真正的收购要约已被通知给目标公司董事会或目标公司董事会有理由相信一项真正的收购即将发生时，非经股东大会批准，董事会不得采取任何与公司事务有关的行为，其结果可能导致挫败一个真正的要约或者剥夺股东依据该要约的利弊去做评判的机会。"② 具体的措施包括：首先，目标公司董事会必须将与要约有关的信息、独立法律意见、自己的立场及理由告知股东。其次，当目标公司董事会可能寻找一位"白衣骑士"作为友好收购方时，它必须依要求将提供给该方的所有信息，同样提供给不受欢迎的收购方。再者，目标公司董事会不得采取影响股东自由选择权的实质性行动。③ 综上所述，英国禁止管理层主动进行反并购行为，立法将反并购的决策权交给了目标公司的股东。

（二）董事会决定模式

虽然公司是股东利益的体现，但是公司并不是仅仅为股东利益服务

---

① 梅君："上市公司收购与股东大会制度"，载《法学评论》2001年第1期。

② 徐冬根："上市公司股份收购与反并购"，载《法学》1995年第7期。

③ 范黎红："英美要约收购规则之比较"，载《陕西经贸学院学报》第13卷第1期。

的，随着社会的发展，还要考虑到众多公司利益相关者（比如雇员、债权人、供应商、消费者等等）的利益。同时企业还需要承担起公司社会责任，考虑公共利益。换句话说，公司管理层不仅要对股东而且还要对公司利益相关者负起责任。[①] 此外，股东相对于管理层而言缺乏足够专业的判断能力，因此目标公司股东有必要借助管理层，为目标公司作出专业判断，为股东争取到最大利益。再者，随着经济的发展，公司形式也发生了巨大的变化。对于那些公众型持股公司而言，股权相当分散，由股东大会来决定企业的事务归属，在如今效率优先的竞争环境下，几乎是不可能的。加上被收购的目标公司本身处于被动的地位，不赋予董事会合理的应变处理的权力，而全权提交股东大会来决定，更会影响到公司股东的利益。在公司的所有权与经营权日益分离的今天，股东大会地位越来越虚化，而董事会的地位越来越受到重视，这也使得目标公司管理层拥有反并购决定权更加符合时代的要求。

上世纪 80 年代，美国有些州针对恶意收购，赋予目标公司管理层在特定情况下采取合理的反并购措施的权利。管理层长期经营公司，具有丰富的商业经验，能够更好地平衡股东利益与社会公共利益，采取对公司有益的反并购措施。换句话说，只要管理层能够举证证明自身尽到了对公司的注意义务、忠实义务，其所采取的反并购措施就会被认为是合理的，从而免除其责任。根据美国州立法、判例法及美国法律研究所 1994 年发布的《公司治理原则》第 4 - 01（c）来看，作出经营判断的董事或高级职员，在符合下列条件时，就被认为是诚实履行了本条所规定的义务：1. 他与该经营判断无利害关系；2. 他有正当理由相信他所掌握的与上述经营判断的信息在当时的情形下是妥当的；3. 他有理由相信该经营判断是和公司的最佳利益相符合的。[②] 符合以上条件，目标公司董事会就有权决定进行反并购。

---

① 范旭斌："论对目标公司管理层反收购行为的法律规制"，载《江苏教育学院学报（社会科学版）》2003 年第 1 期。

② 汤欣：《公司治理与上市收购》，中国人民大学出版社，2001 年版，第 376 页。

（三）我国的模式

从我国立法角度来看，《公司法》第4条明确规定：公司股东依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。该法第102条规定，股东大会是公司的权力机构。而《上市公司收购管理办法》（2008年修订）的第33条也规定：收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。这些内容明确将反并购措施的决定权交给了股东大会。没有股东大会的授权，董事会无权采取对公司构成重大影响的反并购措施，充其量只能是进行调查收购方信息，提供相关法律意见等前期准备工作。同时《上市公司收购管理办法》第8条也规定：被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。该条也明确了董事会的忠实勤勉义务，对于反并购行为设置了相应的限制。

这种立法模式就目前而言，对于我国房地产企业来说是可行的。我国房地产企业内股份公司的股权相对集中，多数公司都有控股股东存在，还没有发展到如美国股权分布高度分散的地步。但在可预见的将来，股权的分散对于房地产企业的发展来说是个必然的趋势。所以仅仅有上述的法律规定还是不够的。在重视商业效率的今天，对董事会职权的约束过多，使其不能及时采取有效的反并购措施，将使得目标公司在应对并购过程中处于被动的地位。所以，我国也应当适当放宽对董事会职权的限制，以应对突发的并购行为。

四、降落伞条款（parachute clause）

针对公司管理层与股东之间的利益冲突，许多相关制度被设计出来缓解这种利益上的冲突。其中最为有效的就是降落伞条款。所谓降落伞条款是企业并购成功后对离职的高级管理人员（即管理层）的离任补偿制度的一种说法，是指按照控制权变动条款而对失去工作的管理人员进行补偿的雇佣合同中的分离规定。该规定通常要求支付一大笔钱或在某一特定期间按一般补偿金比率的全部或部分进行支付。① 企业重视这一工作是非常必要的。这一制度减少了控制权变动情况下股东与管理者之间的利益冲突以及因管理层抵制而造成的收购成本的提高，同时使得企业管理层人员减少了不必要的后顾之忧，使其在并购进行过程中能够尽到对公司的忠实与勤勉义务。换句话说，降落伞条款可以防止并购造成失业的风险增加从而导致管理层过分注重短期利益的行为。到上世纪 80 年代中期，美国 500 家大公司中的 25% 已经在雇佣合同中对最高管理者使用了金色降落伞条款。②

根据所针对员工的不同，降落伞条款又可以分为：金色降落伞（golden parachute）、灰色降落伞（penson parachute）和锡降落伞（tin parachute）。③

金色降落伞是上世纪 80 年代并购浪潮中出现的一项富有争议的反并购措施。这一条款其实是对目标公司高层管理人员进行巨额补偿的制度。在企业被并购导致这些员工失去工作而离职的情况下，向其一次性支付一大笔补偿金（也可能采用股票收入或额外的津贴等形式）。具体的补偿数额会根据管理层人员的资历和贡献等等来进行不同的衡量。一般来

---

① ［美］J. 弗雷德．威斯通、［韩］S. 郑光、［美］苏姗．E. 侯格：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社，2003 年版，第 424 页。

② 同上。

③ 任淮秀：《兼并与收购》，中国人民大学出版社，2004 年版，第 232 页。

说这些金色降落伞条款通常有一年的固定期限。当然有的条款也规定特殊情况下（比如一段时间内控制权没有发生转移）期限将自动延长一年。在实践中，金色降落伞还有一种特别的形式，即在目标公司与金融机构的借贷协议中规定，一旦企业被收购，贷款须立即偿还。这类条款的目的主要在于两方面：一方面大大提高了收购者收购目标公司的收购成本，降低了一定的整合收益。根据兰伯特和拉克（1985）取得的实证证据表明，雇佣合同中采用的金色降落伞条款导致平均股价提高了约3%。[①] 另一方面的目的在于稳定管理层的决心，减少不必要的抵制可能带来的商业风险的提高。当然降落伞条款尤其是金色降落伞条款自出现以来就引发很大的争议。尤其是当这样的条款出现在即将发生特定收购威胁时，就有必要对该条款进行审查和监督。因为数额过于庞大的补偿会被认为是典型的企业自我交易的违法行为，司法机构也会适当的介入。美国联邦税法在上世纪80年代两次修改都是针对金色降落伞的巨额补偿金征收相当高的双重税收制裁。根据新修改的税法，补偿金有个限制额度，如果超出这个限额，就要对其超出的部分征收税款，而同时公司也会失去相应部分的税收减免。随着金融危机的爆发，金色降落伞条款受到了更多的质疑和批评。

灰色降落伞针对的对象主要是目标公司中的中层管理人员或技术核心人员，当然相应的补偿金额也较低，往往是根据该人员最近的收入乘以一定的基数得出。灰色降落伞曾经一度在石油行业十分流行，皮根斯在收购接管美罕石油公司后不得不支付了高达2000万—3000万美元的灰色降落伞费用。[②]

锡色降落伞针对的是所有的正式员工。通常，目标公司的员工在公司被并购之后，会根据特定情况获得一定数额的补偿费用。比如在公司被收购之后两年内造成员工离任，而且这样的离任并非其自身原因造成

---

① ［美］J. 弗雷德. 威斯通、［韩］S. 郑光、［美］苏姗. E. 侯格：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社，2003年版，第425—426页。

② 任淮秀：《兼并与收购》，中国人民大学出版社，2004年版，第232页。

的，这种情况下员工就可以根据锡色降落伞条款获得补偿。对于这些具体原因，雇佣合同中可以明确列出，不过锡色降落伞支付的金额比较有限，但支付的对象数量可能很庞大，这也能在无形之中增加了并购的成本。

我国立法并没有明确规定并购后目标公司的人事安排，相关法律只对企业管理层和职工的退休和养老制定了最低的标准，但却没有制定最高的标准。就目前的法律条文来看，数额巨大的降落伞条款在我国并不适用。这样的条款一旦规定的补偿数额过大，就非常有可能会被认定为是变相私分公司资产或国有资产，同时也是公司变相自我交易行为，而受到法律禁止。另外由于高管层从降落伞条款中得到的经济补偿有时可达到一个天文数字，因此，这种补偿反而可能发挥出反作用，导致管理层急于出售公司，甚至是以很低的价格出售。很显然，这样将对股东的利益造成极大的损害。因此，美国针对巨额降落伞条款的设立成立了一个具有政府背景的支付委员会来审查其合理性和可执行性。中国企业在规定类似条款时，首先，应当防患于未然，在并购发生之前即订立有关条款。其次，相关条款可以参照我国现行的退休制度，每月发放一定的退休金，而非一次性大笔的支付。再次，从补偿数额的方面考虑，补偿数额应综合管理层人员在职期间企业经营情况、在职时间的长短、对企业的贡献大小等多方面进行衡量，最高不超过其年收入的2－3倍，再适当加上股权，以保证赔偿数额的公正性和真实性。

综上所述，降落伞条款其实并非是一种有效的反并购措施。以1985年美国雷弗伦公司被收购案为例，相对于雷弗伦17.4亿美元的收购价格，其董事长获得了总共3500万美元的补偿费用，这仅仅不到全部收购费用的1%。[①] 换句话说，其并没有增加太多现实的并购成本。但是，降落伞条款确实能缓解管理层与股东之间的利益冲突。目前为止，类似降落伞条款的条款在我国是作为企业的一种激励机制来运用的。同时这一

① 任淮秀：《兼并与收购》，中国人民大学出版社，2004年版，第233页。

制度能解除面临突发事件时管理层的忧虑，使得管理层能尽心运用专业知识来帮助企业在并购过程中获取最大利益，这样实际上无形中增加了并购成本。因此降落伞条款往往是企业防御并购的预防策略。

第二节 反并购的策略手段

一、事前防御

从我国房地产企业的角度出发，面对意料之外的敌意并购行为的发生，被收购公司所能采取的反并购措施十分有限而且被动，再加上时间紧迫，即使目标公司管理层制定出有关反并购的措施，其施行也是个大问题。况且不论是毒丸计划还是焦土政策都会造成整个目标公司价值的减损和股价的回落，即使这些反并购措施真的能够得以成功实施，其结果往往会造成并购双方的两败俱伤，不利于整个房地产市场的稳定发展。实践中许多例子都证明，目标公司在反并购成功后，反而给自身的发展带来了负面的影响，最后不得不接受另外的公司的收购。所以我们必须明确，房地产企业应当注重在收购到来之前就采取有针对性、预防性的措施。即使这些预防措施不能阻止并购的发生，但只要在事前考虑到可以付诸实施的对策，就能避免在收购过程中处于尴尬地位。不设防对于身处当今动荡的房地产市场的房地产企业来说是非常危险的。

从收购者的角度来看，一个公司成为理想收购对象应具备以下特征：

（一）相对于资产重置成本或其潜在盈利能力为低的股价；

（二）具有大量多余现金、有价值的证券组合和巨大的未用负债能力的高流动性的资产负债表；

（三）相对于当前股价的很好的现金流；

（四）可廉价出卖而不严重损害现金流的子公司或财产；

（五）现任管理者支配相对较少的股份。

当一个企业具有以上特征中的若干种之时，就使得自己成为一个诱人的投资机会。而且公司资产可以给收购者借贷提供附属担保，目标公司营运中的现金和弃除财产可以用来偿还贷款。① 故房地产企业要避免成为收购的目标，须采用相关的对策来降低收购的可能性。常见的事前防御措施包括：

（一）及时的自身信息披露。为避免股价出现过度的波动和起伏，企业应当深入分析自身所有业务的盈利性，及时发布利润预测报告和企业预期发展状况。这些报告的发布程序应当公开，内容应当尽量公正和客观，利润预测报告应当由相当资质的会计师事务所出具，这些信息的真实性都在我国《证券法》等法律中有要求。只有这样，管理者才能让整个市场的投资者了解其企业发展的目标。房地产企业可以利用其手头优质的房地产项目，比如具有能带来良好利润收益的在建项目这样能渗透至地方市场的工程，使整个利润预测报告至少在一定层面上显示企业良好的发展前景，树立投资者的信心，稳定整个公司的股价，动摇潜在收购者的市场基础。

同时，保持企业股息分红政策的稳定性。股息分红政策的稳定性能很好体现出管理层的经营能力，也能体现管理层对整个企业发展目标的认定。所以实践中对于股息分红政策的调整一定要谨慎小心，一旦确定要进行政策调整，企业一定要及时说明调整原因，尽可能在与原政策保持连贯性的基础上进行调整，这样能将政策调整的风险降到最低。如果管理层能够成功利用好股息分红政策，就能明显提高投资者对企业的长期信心，稳定企业的股价，提高股价的潜在盈利能力，切实有力地保证股东利益，显示企业发展的良好前景。

对于企业的突发重大事项，比如面临法律诉讼问题、管理层人事变动问题或者企业重组等方面的问题要及时公布于众，并进行详尽必要的

---

① ［美］J. 弗雷德. 威斯通、［韩］S. 郑光、［美］苏姗. E. 侯格：《兼并、重组与公司控制》，经济科学出版社，2003 年版，第 419 页。

说明，包括事项进展、发生原因等等。这对于房地产企业中经营效益长期不稳定的企业来说尤为重要。实际上对于大型的上市企业来说，这些行动不可能不被人察觉。一旦管理层对于突发重大事件处理不及时，投资者的信心会受到难以恢复的重挫，股价更会出现大幅的波动。此时对于潜在收购者来说就是个最好的进攻信号，他们往往会以股东投资收益不佳等各种借口发动收购。目标公司管理层就会变得极其被动。三鹿集团在2008年奶粉问题处理上的不妥当行为，严重打击了市场和消费者的信心，这些打击可以说在短时间内很难得到恢复。目前对于三鹿有并购意向的企业已经趁此机会纷纷出手。这样的教训对于房地产企业来说也是非常有意义的。

（二）对市场各要素保持高度警觉。对于反并购而言，最重要的是时间上的争取。收购一旦开始，目标公司就会处于十分被动的地位，收购方选择市场的有利时机进行收购，一开始就处在主动的地位。所以为了争取到一定的主动权和时间，在事前集中时间和精力来进行研究，采取一定的事前防御就显得颇为重要。

管理层不仅应当对自身的业务、财政状况等各方面有清楚的认识，同时对于整个市场的动态也应该有非常强的敏感性。为目标公司赢得更多时间的一种方式就是寻找“拒鲨观察者”，即专门从事观察和监视敌意并购行为和股票市场波动的部门和代理咨询公司。实践中，许多投资银行或者大型的专业咨询公司也经营此项业务。这些观察者们将主要的精力放在整个证券市场中，监视公司股票的交易情况，掌握各方股东持股比例变化的现状，甚至调查其中股东之间是否具有关联性，从而较早地发现股票的积聚，并且对目标公司发出早期的预示警告。除了对证券市场进行监测之外，“拒鲨观察者”还会注意整个行业市场的变化，了解行业内和法律界关于收购的动态，及时对目标公司提出防御的修改意见和方案。此外，“拒鲨观察者”甚至可以适时地提供有效的收购建议，对目标公司的价值进行评估，帮助管理层与股东进行交流，加强公关活动，设立良好的舆论环境，保障目标公司股价的稳定。

（三）从自身条件入手提前在章程中设立反并购对策。为了能够及时地对收购者进行有效的防御，目标公司企业的董事会可以预先召开股东大会，在公司章程中设立反并购的条款，目的是一旦收购发生，反并购的条款能及时发挥作用，增加收购方进行收购的障碍，提高其获得企业控制权的难度。这些条款我们一般称为“驱鲨剂条款”。这些条款很多是由上述的“拒鲨观察者”提出的建议，一旦股东大会接受，这些条款会成为企业反并购的第一道防线。这在各种反并购策略中是成本最低的，也易于实行，因此广受采纳。以下介绍几种常见的“驱鲨剂条款”：

1. 绝对多数条款

绝对多数条款是指在章程中明确规定涉及公司重大事项的（比如公司合立、修改公司章程、公司重大资产的转让或出租、企业清算等等），必须经过绝大多数持有表决权的股东同意方可通过。有的企业规定这些重大事项必须由2/3或以上的股东一致同意才可以通过。这样无形之中增加了收购者改组企业的难度和收购的成本。举例来说，如果目标公司规定重大事项由80%以上股东投票同意方可通过，而公司管理层本身已经拥有25%的公司股票，这样即使收购方拥有所有剩余的75%的股票，也不能进行董事会的改组从而获得公司的控制权。当然许多公司为了保证绝对多数条款不被修改，还规定公司章程的修改也必须经过绝对多数股东的同意，从而防止收购方通过修改公司章程达到规避该条款的目的。

我国《公司法》第44条规定，股东会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。同时《公司法》第104条规定，股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表2/3以上表决权的股东通过。这些条款将董事会的表决程序交给了公司章程来确定，仅除了几项涉及公司的重大事项必须由2/3以上有表决权股东同意才能通过。换言之，《公司法》仅仅规定了重大事项通过的最低表决权的要求，而没有最高的限制，所以绝对多数条款对于我国房地产企业来说是完全可以适用的。但是绝对多数条款并非完全没有弊端，企业对于绝对

多数条款适用的越严格，说明企业的封闭性越强，越不适合投资者进入。所以对于需要稳定资金链和迅速融资能力的房地产企业来说，如何更好地适用该条款是必须慎重考虑的。

2. 有关董事会制度条款

企业收购的最终目的在于获得企业的控制权，而现代公司的控制权一般都在公司的董事会手中，所以选举出符合收购双方要求的董事变得至关重要。在实践中，反并购条款会对董事会的选举、董事会成员资格和股东表决权进行相应的规定，以此来加强董事会的地位，阻止收购者轻易改组董事会。其中常用的涉及董事会的条款主要包括：

（1）分期分级董事会制度，又被称为董事会轮选制。即在公司章程中规定，每年公司只能改选董事会中部分的董事，而非一次性改选全部的董事（一般只改选其中的1/3或者1/4的董事）。[①] 这一制度首先能保证整个董事会管理层经营策略和决策思路上的连贯性和一致性，有利于企业长期稳定的发展。同时这一制度也保证了，即使收购者获得了足够的股权，也不能立刻对董事会进行实质性的改组，无法迅速控制目标公司进行整个公司业务的整合，这样无形之中整合的收益就被降低了。收购者通过董事会控制目标公司的时间不得不被迫延长，而在这延长的时间中，董事会仍然可能采取各种各样的反并购措施比如增资扩股来稀释收购者的股权，达到反并购的目的。

根据我国《公司法》的有关规定：董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过3年。董事任期届满，连选可以连任。以上董事会轮选制度在我国也没有立法来限制。但这一条款的使用也有漏洞需要弥补。根据《公司法》第101条规定，股东大会应当每年召开一次年会。单独或者合计持有公司10%以上股份的股东请求时，应当在2个月内召开临时股东大会。《公司法》第38条规定了股东会行使修改公司章程的职权。换句话说，掌握绝大多数股份的收购者可以提请召开股东大会，通

---

① 钟洪明："上市公司反收购中的章程应用及法律规制"，载《证券市场导报》2007年第5期。

过股东大会来修改公司章程中有关董事会轮选制度的条款，然后再改组整个董事会，进而控制整个公司。所以在实践中，该董事会轮选制度并不是单独适用的。它往往需要上面提到的绝对多数条款来保证公司修改章程的难度，使得公司章程的修改本身就很困难，从而使得该制度得以成功使用。当然企业还可以配合使用下面将提到的限制大股东表决权条款，来控制大股东表决权的使用，提高收购方利用大股东身份控制董事会的风险。

（2）限制大股东表决权条款。在收购过程中，收购者最重要的目的在于获得企业的控制权。所以在实践中，收购方在成为目标公司大股东之后会迅速召开股东大会，进而改组董事会。根据正常的投票规定，每一股份拥有一表决权，这使得收购者在成为大股东之后能轻易实行改组计划。这样股东大会完全由大股东操纵，收购者拥有了过多的权力，中小股东的权益很难得到保障。所以限制大股东表决权条款实质上是在公司章程中规定修改一股一票的方式，从而达到限制大股东决策权的目的。

常见的限制大股东表决权条款包括在章程中直接限制大股东的表决权以及采取累计投票的办法。前者是直接在公司章程中规定，一旦股东所持有的股份超过了一定的数量，其所超出持有的股份中每几股合为一份表决权。这些条款的内容都可以根据公司的具体情况来进行修改或规定。这种限制性规定的采用，会很明显给收购者带来一系列的约束，即使收购者拥有过半数的股份，也不代表其拥有同等的表决权。我国《公司法》第104条明确规定，股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。这表明，在我国，直接限制大股东表决权的条款是违背同股同权的原理的。

所以目前常用的限制大股东表决权的条款主要为累积投票方法。该办法是指股东大会选举两名以上的董事或者监事时，股东所持有的每一股份拥有与应选人数相等的投票权，股东既可以把所有的投票权集中选举一人，亦可分散选举数人，按得票数的多少决定董事或者人选的表决

制度。[1] 换句话说，投票人可以投等于候选人人数的票，而且能够将这些票全部投给一人，以此增强中小股东在选举上的作用，体现中小股东意志，削弱了大股东控制力，从而片面增大了大股东的投资风险，从另一个侧面维护了中小股东的权益。我国《公司法》第 106 条规定，股东大会选举董事、监事，可以依照公司章程的规定或者股东大会的决议，实行累积投票制。换言之，我国允许该制度的实行。

但是，必须明确的是能在累积投票制度中得益的仅仅只是持股比例仅次于大股东的“二股东”，如果持股比例与第一大股东相差过于悬殊，该制度实行的意义就不会太大。[2] 目前我国上市公司中一股独大的股权结构，大大削弱了累积投票制度的现实意义。

当然，累积投票制与绝对多数条款和董事会轮选制度一并使用的话，对于收购方来说，入主董事会的难度将大大提高。但是对于企业投资的开放性来说，这无异于降低了企业投资的开放程度，必须慎重采用。

（3）董事会成员资格要求。即对入主董事会的董事规定严格的人选条件和资格要求，并以股东大会决议的形式写入公司章程之中，不具备特定条件者不得担任公司董事。在实践中，往往会在章程中规定成为公司董事必须具备哪些条件，比如持股条件、年龄条件等等，此为积极资格的限定；同时还会在其中规定成为公司董事不能具备有哪些情节，如品行条件、职业操守等等，此为消极资格的限定。我国《公司法》第 147 条第 1 款对董事的消极资格作了明确规定，但未就董事的积极资格作出规定。而在实践中，企业的这些特定的标准和情节都是按照该企业现有的董事条件来制定的，以此来阻止收购方提名的人选进入董事会，从而达到阻止控制权转移的目的。

在我国收购实践中，2001 年方正科技反并购成功就是利用了该条

---

① 黄小喜：“股东累积投票中的集中委托与代理”，载《贵阳学院学报（社会科学版）》2008 年第 1 期。

② 朱军平：“论我国公司法中的累积投票制”，载《科教文汇（上旬刊）》2008 年第 4 期。

款。当时方正科技于章程中规定，董事会有权对董事的资格进行审查。收购方北京裕兴公司及一致行动人在获得第一大股东地位后，要求召开临时股东大会增补董事。但方正科技董事会依据章程规定，以北京裕兴公司等推荐的董事资格不符为由，拒绝将裕兴公司提出的增补董事的议案提交股东大会讨论，使收购方无法入主方正科技，最终反并购成功。① 当然在适用该条款过程中，也必须注意到该条款的合规性。《公司法》第103条规定，“单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东，可以在股东大会召开十日前提出临时提案并书面提交董事会；董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东，并将该临时提案提交股东大会审议。”换言之，如今只要收购人单独或者合计持有公司3%以上股份即可向董事会提交增补董事的临时提案，而董事会必须将该临时提案提交股东大会审议。所以根据《公司法》的规定，类似这种限制董事产生程序的条款已明确违法，必须慎重适用。

3. 公平价格条款

公平价格条款是在美国反并购实践过程中产生和发展起来的反并购条款。公平价格是指企业以几年来的公司股票交易价格和经营情况作为依据，制定出股东认可和接受的并购价格。只有收购方提供的报价超过这个公平价格，股东才允许接受并出售股票。如果收购方的报价低于这个价格，则收购必须经过股东大会绝对多数有表决权股东一致同意方可决定接受。

这一条款设立的最主要目的在于防止收购方使用两阶段收购的方式进行收购。比如有的收购方提出以现金收购51%股票，剩下的49%股票则采用债券形式进行交换。此种收购方式可以有效地分化目标公司的股东，使得股东为了收到现金而不合时宜的将手中股票低价转让，损害其他股东和公司的利益。而公平价格条款适用的目的就在于限制类似收购方式影响股东。

---

① 王建文：“我国公司章程反并购条款：制度空间与使用方法”，载《法学评论》2007年第2期。

我国《证券法》第85条规定，收购要约中提出的各项收购条件，适用于被收购公司所有的股东。第88条规定，采取要约收购方式的，收购人在收购要约期限内，不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买卖被收购公司的股票。这些规定表明上述两阶段收购本身即为我国证券法所禁止，执行公平价格乃我国证券法的强制性规定，旨在保护目标公司所有股东受到公正对待，因而公司章程不必对公平价格条款有特别规定。

4. 建立合理的股权结构

股权分散的目标公司本身很难把握住所有股东对于收购的态度，这也使得这些公司容易成为收购的主要目标。公司收购的基本目标就是取得足够的股权。所以，事前防御关键应当分析自身公司的股权结构，确定合理的股本结构，保持必要的持股比例，使得收购方很难获得足量的股权，从而达到反并购的目的。在实践中，常见的股权结构方案可以包括以下几种情况：

(1) 目标公司持股比例

目标公司第一大股东如果要避免公司被收购，就必须保持在股东大会中的控股地位。自我控股可以在公司设立之时就控制足量的公司股权来保证自己对公司的控制地位；也可以通过股份增持的计划加大自身的控股比例。至于持股比例到何种程度为适宜这要依据控股股东及目标公司的具体情况来确定。

一般来说，持股50%以上比例的股东从理论上说是绝对占有公司控股地位的，敌意并购是不可能发生的。但是如今企业上市的目的即在于融资，持股比例过高，融资的作用就会变小，公司股票的流动性就会变差，这与公司上市的目的完全背道而驰。股份制发展到今天这个地步，股权日益分散，股东持股超过50%以上的情况在上市公司中相当少见，有些大型的公众持有型的股份公司甚至只要拥有10%以上的股份就能成为公司的控股股东。对于上市公司来说，被敌意并购的可能性越来越高，单纯依靠保持高比例的股权来维持控股地位，在实践操作中其实是很复

杂的。因为目标公司很难把握具体的持股比例平衡点，而且这种平衡点会随着公司的发展壮大而处于不断变化中。

（2）相互持股计划

目标公司与关联公司或者关系密切的合作伙伴之间相互持有对方的一定比例的股权，彼此订立承诺，互不干涉。在其中一方受到收购威胁的情况下，另一方积极伸出援手进行帮助。同时双方在有关投票表决过程中互相支持对方，保障控股股东的地位。通过这种相互持股计划，使得目标公司能保证在外流通的股权在自己所能控制的范围之内，减少股权归属的不确定性，从而加大了收购方收购的难度。在经济迅速发展的今天，其表现形式呈多样化、复杂化趋势。依交叉持股的公司间是否具有母子关系，基本上可以区分为垂直式（纵向型）交叉持股与水平式（横向型）交叉持股这两种形式。比如 A 公司拥有 B 公司 20% 股权，而 B 公司作为交换也收购了 A 公司的 20% 股权，双方之间达成默契，此时一旦 A 公司要被收购，则 B 公司可以保证拥有其中的 20% 股权。换句话说，这种情况下，收购方获得足够持股比例的难度大增，收购所需的成本往往翻倍。

自日本三菱集团下属子公司之间开始交叉持股以来，交叉持股作为一种反收购策略大行其道。在上世纪 80 年代，香港伯和财团就采用该办法防止其旗下的置地公司被并购。其具体做法是：通过伯和控股和伯和证券两公司持有置地 40% 的股权，而同时置地又控制伯和控股 40% 的股权，通过这种互控股权的办法锁定双方股权的大量筹码，减少流通在外的股权量，无论哪家受到并购威胁，双方都可相互照应合力御敌。而几乎在同时，香港政府修订了关于联营公司“控制权”的定义，将持股比例由过去的 51% 减少到 35%，从而使伯置互控的措施得以顺利进行，反并购计划得以施行。[①] 目前沪深上市公司交叉持股情况非常普遍。

相互持股计划除了能起到反并购的效果，也有助于公司之间形成共

① 任淮秀：《兼并与收购》，中国人民大学出版社，2004 年版，第 224 页。

同发展的战略友好关系。同时在市场一片飘红的情况下，相互持股公司的资产都实现了增值，意味着它们所持有的别的公司股票也在升值，进而又刺激自身股价上涨，从而形成互动性上涨关系，起到增值发展的重要作用。但是在运用相互持股策略之时，我们也必须注意相互持股的经济与法律上的问题。企业之间互相持股，必须使用企业较大的资金额度，至少其中被对方持有的股份都很难起到融资的作用。换句话说，一旦出现市场不景气的情况，互相控股的公司之间可能互相拖累，企业股价之间可能会形成“多米诺骨牌”式的下跌。日本经济从 1990 年开始进入了长达 10 年的衰退期，其中交叉持股就是罪魁祸首之一。再者，交叉持股虽然加大了收购的难度，但换一个角度来说，收购其中一家公司就相当于间接收购了另外一家公司。一旦收购者的资金足够庞大，交叉持股反而是为收购方提供了便利，这种互相影响的利益关系使得企业在考虑交叉持股策略时必须谨慎选择关联公司。最后，并非所有国家的法律都允许公司之间相互持股，比如英国就禁止纵向交叉持股，而我国证监会《证券公司设立子公司试行规定》也禁止证券公司相互持股，规定证券公司子公司不得直接或者间接持有其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司的股权或股份，或者以其他方式向其控股股东、受同一证券公司控股的其他子公司投资。

实践中为了规避以上的限制，还发展出了环形交叉持股，以达到避开法律限制的目的。环形持股也就是不只是 A 公司与 B 公司之间相互持股，而是由 A 公司持股 B 公司，B 公司持股 C 公司，由 C 公司持股 A 公司，目前各国法律上对此都很难进行界定或者禁止。

（3）股本结构的合理化

上市公司与其他公司比较，最显著的特点就是将上市公司的全部资本划分为等额股份，并通过发行股票的方式来筹集资本。股本结构是指构成总股本的股票类型和数量以及持有人等。而股本结构的构成是处于不断变动中的。出于反并购的目的，公司在考虑股本结构之时，应当注意对优先股的利用。优先股在利润分红及企业破产财产清算等方面优先

于普通股，但是其却没有表决权，在公司面临收购之时可以避免公司控制权的丧失。从反并购角度来说可以考虑适当增加优先股在股本结构中的比例，同时相应减少普通股的份额。合理的防御收购的股本结构往往具有以下特征：首先，大股东的持股比例合理适当；其次，管理层持股，这样有利于管理层与股东利益的一致；第三，机构持股比例高。这证明了公司有价值，利于公司融资和发展，也便于股权的回收和流向控制。

（4）白衣护卫持股策略

该策略是指通过寻找友好投资者来持股从而达到抵御收购的目的。一般来说白衣护卫有两种形式：一种是在组建公司之时，邀请有资金实力的股东一起做发起人股东；另外一种是指在公司运营过程中，邀请有资金实力而且愿意获得目标公司股权，但实际上并不想得到企业控制权的收购者。这也是与白衣骑士不同的地方。这些收购者会获得目标公司部分持股权，而且形式多样，比如授予其优先购股权，转换优先股等等形式。美国投资界的传奇人物巴菲特就是闻名遐迩的白衣护卫。他曾经以白衣护卫的身份在可口可乐公司、吉列公司、美国航空公司面临危难之时大举收购他们的股票，总收购额超过20亿美元。事后，这些投资为他带来了可观的投资收益。[①]

我国白衣护卫的例子也出现过。1999年到2000年，山东胜利股份有限公司原先的控股股东叫胜利集团，这个股东原先持股24.17%，是第二大股东持股量3倍。该控股股东在持股过程中出现了法律纠纷，其所持有的股份被依法冻结和拍卖，此时敌意收购方广州通百惠通过竞拍取得胜利股份总股本的13.77%，一跃成为胜利集团第一大股东，并且开始尝试在股东大会上改组公司董事会。在这个时候另一家企业山东胜邦企业公司作为白衣护卫参加了胜利股份的反并购战。这个公司后发制人，通过受让几大股东的持股，使自己对于胜利股份的持股超过了敌意收购方。其后双方之间几经纠缠，最后白衣护卫仍然是压过敌意收购方。

---

① 蒋泽中：《企业收购与兼并》，中国人民大学出版社，2004年版，第147页。

之后胜利股份为了保证公司不再被收购，由其管理层发起设立一家新的公司。这家公司受让了来自胜邦企业的股份，成为胜利股份的第一大股东，保证了本公司避免将来受到收购的可能。

当然我们必须强调白衣护卫策略的施行是需要付出很高的成本的。这里面包括股份收购的资金，雇佣各种中介机构的费用尤其是律师的高昂费用。而且一旦企业在反并购竞争中没有获得成功，白衣护卫投入的这些成本都将白白付出而没有回报。在美国收购实践当中发生了很多类似的例子。所以实践中，白衣护卫的出现，尤其是在反并购竞争中白衣护卫的出现是有很大的风险的，目标公司往往会给予白衣护卫适当的费用补偿。其中有一种费用补偿方式称为锁定期权，即是指白衣护卫参与收购竞争，就算最后失败，目标公司也会给予白衣护卫一个权利，使其能以适当或者说是折扣的价格购买到目标公司中有价值的一部分资产，保证其收购成本能得到回收。当然这样的补偿协议也可能因有损股东利益，而被法院否定其效力。所以在事前防御中寻找好合适的白衣护卫，也是企业抵御并购的有效策略。

（5）员工持股计划

员工持股计划，是一种由企业职工拥有本企业产权的股份制形式，是指企业员工通过投资购买或红利转让、无偿分配等各种方式获得本公司部分股权，而员工持股管理委员会（或理事会）则作为社团法人进入董事会参与按股息分红利的股权结构形式。一般来说，企业的员工不愿意自己的公司被他人收购，尤其是敌意并购，因为收购之后的整合重组会产生很大的不确定因素，这些因素很容易威胁到员工就业的稳定。同时，从建立公司激励机制的角度来看，推行员工持股计划的目的不在于筹集资金，而在于扩大股权持有人，使公司普通职工广泛享有资本，从而增强职工的参与意识，调动职工的积极性。通过全员持股，使员工与公司结成了利益共同体，调动了员工生产劳动的积极性，增强了企业的凝聚力和向心力。

而同样作为反并购的策略使用的话，这样的持股模式也在一定程度

上起到了白衣护卫的作用，是公司抵御收购的有效措施之一。我国《公司法》第143条规定，公司不得回购本公司的股份，只有四种情况下例外。其中第三种情形是就是将股份奖励给本公司职员。也就是说，在员工持股激励的名义下，公司还能够回购在外发行流通的本公司股份，减少在外流通的股份，从而使得公司的反并购成功性提高。但是也要注意，《公司法》对于此类的回购股份还有特别的限制，规定以此目的收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的5%；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。这样也限制了该计划一定的反并购效果。不过综合来说，员工持股计划也是目前比较有效的反并购策略和改组公司结构的措施之一。

5. 经常进行企业价值的评估，了解企业自身发展的状况和潜力

在反并购过程中，一个有力的管理层应当比任何收购方都了解自身公司的潜力，并有能力采取有效的反并购措施来进行防范。企业价值评估是需要充分考虑影响企业获利能力的各种因素，结合宏观经济环境及行业背景，对企业整体市场价值进行的综合性评估的一种企业自身价值把握的方式。

企业的定期评估可以使管理层对公司的管理方针政策及时进行调整，消除企业可能出现的危机。同时，公众通过对企业价值的评估，能够及时发现报表和企业实际情况的区别，防止企业价值被市场严重低估。因为企业公司经营状况与股票价值严重不符，或者被市场严重低估的时候，就是收购方进行收购的最好时机。所以保持股价和公司业绩的符合，及时将公司利好的信息公之于众，保持自身股价的平稳发展，避免出现管理层只关心公司内部财务和经营状况而忽视整个市场的变化的情况。这是防止反并购措施中一项应当长期实行的管理措施，而且对于企业自身来说，经常进行企业价值评估也是保持企业良性健康发展的必要措施。

二、事中对抗

当然即使企业花费很大的精力做好收购事前的防御，但企业的发展

壮大必然引来同行业竞争对手的关注，收购与反并购在企业发展壮大过程中往往是不可避免的。在收购开始之后，仅仅依靠事前防御是远远不够的，目标企业想要摆脱被收购的困局，就必须在收购发生之时采取一系列的反并购策略加强对抗性，增加收购方的收购成本和收购风险、降低收购者的收购利益。针对已经发生的敌意并购，常见的反并购策略主要包括：

（一）毒丸计划

毒丸计划这个名词随着盛大与新浪的收购和反并购对抗而迅速为国人所熟知。2005 年上海盛大公司通过收购在美国 NASDAQ 市场上的新浪公司股份，成为新浪最大的股东，强行入主新浪董事会。经过 4 天的筹备，新浪为对抗盛大的收购，抛出“毒丸计划”（poison pills）。根据该计划，除盛大及其关联方的每位股东，均将按其所持的每股普通股而获得一份购股权。如果盛大或关联方再收购 0.5% 或以上的股权，新浪的每位股东（排除盛大或关联方）有权以半价购买新浪公司的普通股。该毒丸计划极大提高了盛大收购的难度，成功击退收购。而早在 2001 年，毒丸计划已经被搜狐在对抗北大青鸟收购之时实施过。搜狐在 2001 年 8 月 3 日收盘时的市值只有不到 5000 万美元，但通过实施毒丸防御，使得北大青鸟的收购成本高达 28 亿美元。

毒丸计划是美国著名的并购律师马丁·利普顿（Martin Lipton）于上世纪八十年代发明的，正式名称为“股权摊薄反并购措施”，最常见的形式是一旦未经认可的一方收购了目标公司的股份，毒丸计划就会启动，导致新股充斥市场。该计划会使得其他所有的股东都有机会以低价买进新股。这样就大大地稀释了收购方的股权，继而使收购变得代价高昂，从而达到抵制收购的目的。此时毒丸计划一旦发动，收购方的收购代价会大大提高，同时毒丸计划的发动也会对目标公司本身造成很大的影响，所以毒丸计划其实很容易变成一种双输的局面，但由于其效果非常显著，故许多公司都采取毒丸计划对敌意并购进行威慑。在实践中毒丸计划一般有以下几种形式：

1. 股权毒丸

股权毒丸其实是当收购者购买目标公司股份达到一定比例或者收购者宣布要约收购之时，才会触发。该计划的实施其实都有一个先决前提，即目标公司股东之前已经取得到过一份证券，上面附带的是目标公司股东的权利。该权利只有在之前所说的特定的诱发事件达成的前提下，才由潜在的权利转换为现实的权利。此时，允许所有目标公司股东以较低的价格（往往只有股票市场价格的50%）从公司获取价值较高的股票或者其他证券，这正是目前美国公司常用的毒丸计划。举例来说，毒丸计划就是当收购方取得目标公司一定比例股份时，比如20%，此时该公司股东之前约定的股份优先认购权由潜在的变成现实。之后，所有的目标公司股东都可以以较低的价格取得目标公司的股份。换句话说，这意味着目标公司需要增发新股，以满足股东获取额外股份的要求。同时，该计划还会将敌意的收购方排除在这样的优惠之外。毒丸计划最大的优点在于，当其他的股东行使了他们的优先认购权以后，敌意收购方持股就自动被摊薄了。比如，原来敌意收购方自身持股30%，之后的持股量没有发生变动，而其他股东持股量都有了一定量的增加，这使得敌意收购方的持股量由30%下降为15%甚至是5%。持股量摊薄使得敌意收购方通过增加持股量收购目标公司的努力就此破产，即使不能粉碎敌意并购的意图，也可以使收购代价迅速提升。

2. 债务毒丸

债务毒丸其实也是一项特定权利的赋予。该计划是指当敌意并购发生之时，目标公司对过去公司所负的债务重新制定偿还的期限，或早在借贷协议中就约定一旦公司被宣布收购或当某一方收购公司股票超过预定比例之时，债权人有权要求提前清偿借贷。这类债券的发行非常具有吸引力，大获市场的欢迎。该计划的主要目的在于耗尽公司的现金，恶化整个公司的财务结构，大幅增加企业的资产负债率，造成财务困难。此时收购者就将面临非常大的困局，收购之后的整合将需要支付巨额现金，加大并购资金量和并购成本，收购的难度也势必提高很大。

当然实践中还有一种人员毒丸计划。该计划是指在企业被敌意并购之后，企业的高级管理人员中有一人在并购后被降职或解聘时，则全部管理人员依据之前共同签署的协议集体辞职。当然这种计划本身的意义其实并不大。尤其是当目标企业管理层的价值对收购方无足轻重时，人员毒丸计划也就作用有限。所以目前实践中此类毒丸计划效果不明显。①

从整体上来说，不论何种形式的毒丸计划都会具有一些基本特征。首先，毒丸计划都必须通过权利凭证来实施。该权利凭证往往会使股东或者是公司债券持有人在权利凭证有效期内能获得上述毒丸计划带来的各项特别的权利。可以说，权利凭证是毒丸计划施行的先决条件；其次，毒丸计划其实是期待利益的一种实现。只有当某一特定事件被触发之时，该计划所赋予的权利才能够被行使，反之该权利则只能存在于期待中。作为反并购的主要策略手段，该类事件往往发生在争夺目标公司控制权之时，包括收购比例达到一定程度之时等等，具体事件往往是各公司依据自身情况而界定；再次，毒丸计划还给了公司董事会一些弹性的权利，即在毒丸计划生效之前，董事会有权利更改权利凭证中赋予权利人的一些权利内容。这些弹性的规定给了董事会一个选择权，如果董事会认为收购有利于公司和股东，并且决定接受，就可以及时修改毒丸计划，避免收购凭空多出阻碍。同时该选择权也是谈判的一种有效筹码，目标公司董事将有机会与收购者进行直接协商，以探讨合理价格收购的可能性。

由于毒丸计划无须经过股东大会的批准就可以由董事会直接实施，同时在毒丸计划生效之前，董事会还有选择权可以随时修改毒丸计划，所以毒丸计划成为一种非常有效而且严厉的反并购措施。世界各国根据自身公司发展状况和市场环境，对毒丸计划的态度也有很大的不同。在美国，毒丸计划非常盛行，这与美国的法律环境有关。1985 年德拉瓦斯切斯利法院的判决承认了毒丸计划的合法性。美国特拉华州法院认为，

---

① 陶昕炜："反收购'毒丸'策略的法律问题研究"，载《法制与社会》2007 年第 3 期。

针对敌意要约收购的威胁，采用毒丸作为防御措施是适当的。[①] 而英国《城市法典》对董事会的反并购行为是明确禁止的，反并购的权力是属于股东大会的，董事会不能主动采取毒丸计划。在我国，由于毒丸计划主要是股权毒丸的实施，这将使得同一类股票之间的利益和投票权利产生区别。而这与我国《公司法》第127条规定的“股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利”的同股同权原则相反。因此，在我国实质上禁止设置具有类似效力的毒丸。换句话说，我国没有良好的独立董事制度以及成熟的资本市场，这使得我国并不存在毒丸计划实行的社会环境。目前搜狐和新浪对毒丸计划的使用都是在美国纳斯达克市场上而非在国内证券市场上。

当然我们还必须明确毒丸计划的运用具有非常大的风险，尤其是对于本身就处在非常动荡和不良的资产运作环境下的目标企业，毒丸计划的实施更加恶化现状，毁坏公司发展的前景，损坏了股东的利益。因而在实施之前就会受到股东的非议，即使反并购最后成功，也会使得目标公司自身损害很大，甚至出现经营管理上的困局。所以对于我国企业来说，不当地使用毒丸计划会对收购双方带来不利的影响。

毒丸计划具有很强的实用性，但并不是说面对毒丸计划收购方就毫无还手之力。在收购与反并购的实践中，针对毒丸计划仍然有很多种应对方式。收购与反并购从本质上来说是一场资本的较量，最后胜利的往往是资本最雄厚的一方。所以一旦收购方下定决心不计代价完成收购，毒丸计划也只不过是延长收购的时间，同时股权的过分稀释也会给目标公司未来控制增加更大的麻烦，所以毒丸计划并非完美的反并购措施。以新浪对抗盛大的毒丸计划为例。新浪在该次收购中一直是处于比较被动的境地。作为一个资本主导型公司，新浪管理层本身并没有拥有股权，而新浪股权也处于比较分散的情境。为应对新浪的毒丸计划，盛大即使在资金紧缺的情况下，也可以采取其他的做法进行收购。第一种方法，

---

① 陶昕炜：“反收购‘毒丸’策略的法律问题研究”，载《法制与社会》2007年第3期。

盛大可以考虑联合其他机构一起完成收购，以后再从这些机构中收购。第二种方法，盛大不再增持股票。当时盛大已成为新浪的第一大股东，可以尝试联合其他有意让盛大收购的大股东，召开股东大会，进而改组董事会消除毒丸计划带来的影响。第三种方法，新浪与盛大皆为美国纳斯达克上市公司，遵照美国的资本市场的法律，盛大可以根据法律，起诉新浪实施毒丸计划不合法，该计划的实施并不是站在股东利益角度考虑，而是站在管理者角度考虑的。在这个诉讼周期中，毒丸计划将会被申请暂时停止实施，而此时盛大可以在这个周期内继续增持新浪的股票。

（二）牛卡计划

牛卡计划是相对于毒丸计划而提出的另一种通过修改股权类型的方法进行反并购的措施。该计划与毒丸计划一样都是在某类特定事件出现后才启动。该股权设计计划具体做法是由目标公司在招股（IPO）中提供不同类型的普通股，这两种股份具有两种级别完全不同的投票权，原始股的持有者比另一种股份持有人有更大的投票权，包括对董事选举和重要的公司交易事项。这一计划在上世纪七八十年代香港曾经出现过，之后已经很少为人所用。2005 年百度在美国纳斯达克上市，就在其招股说明书中设置了“牛卡计划”。一旦外来的收购者实行收购计划，发行人就可以利用该计划对抗收购者。百度将上市后的百度股份分为两类股票：在美国股市新发行股票称作 A 类股票，在表决权中，每股为 1 票，而创始人股份为 B 类股票，即原始股，其表决权为每 1 股为 10 票。所有在公司上市前股东们持有的股份均为原始股，一旦原始股出售，即从 B 类股转为 A 类股，其表决权立即下降至原来的 1/10。这种情况下，只要创始人大股东所持的股份在 11.3% 以上，即可获得对公司的绝对控制权。

虽然看上去牛卡计划与毒丸计划有差异，但在实质上两种计划具有很强的相似性。而牛卡计划同样违反我国同股同权的原则，所以被我国法律所禁止。该计划的优势与弊端以及应对策略都与毒丸计划相类似，在此不特别赘述。

（三）白衣骑士

当敌意并购发生之时，目标公司的管理层为阻碍恶意接管的发生，会主动去寻找目标公司的友好人士或公司作为第三方出面来解救目标公司、驱逐敌意并购者。而这些友好人士或公司即所谓的白衣骑士。具体来说，当目标公司遭到敌意并购袭击的时候，主动寻找第三方来与收购方者争购目标公司，将造成第三方与收购方竞价收购目标公司股份的局面。而且白衣骑士的出价会很明显高过敌意收购方的原始出价。白衣骑士是希望获得目标公司的控制权的。但由于白衣骑士往往同目标公司关系良好，是受到目标公司邀请进行收购的，所以其收购行为能获得目标公司管理层的有力支持。而白衣骑士往往会作出收购成功之后不分解目标公司及留用现任管理层和员工等承诺。在这种情况下，敌意收购方只能选择提高收购价格或者选择放弃收购。考虑到白衣骑士与敌意收购方轮番竞价的情况，目标公司股价也将随之上涨，直至一方不堪重负放弃收购。即使敌意收购方坚持完成收购，也将付出高昂收购成本而使得该宗收购变得不再经济。

2004 年 5－6 月的哈啤反并购战是白衣骑士在香港证券市场上发生的一桩经典反并购战。哈啤是在香港交易所上市的公司，当时哈啤的第一大股东为 SAB 公司，持有 29.41% 的哈啤股份。但是 SAB 公司在与哈啤管理层的合作过程中产生了不愉快，哈啤管理层决定将其撵出公司。AB 公司为世界第一大啤酒生产商，其与 SAB 又是全球啤酒市场不共戴天的竞争者。在哈啤管理层的支持下，AB 公司于 2004 年 5 月 2 号宣布从哈啤第二大股东中收购股权。针锋相对，SAB 公司于 5 月 4 号宣布全面要约收购哈啤，报价比 AB 收购价高。5 月 2 号和 5 月 4 号、5 月 19 号 AB 公司分别从哈啤取得将近 30% 的股份，而 5 月 24 号 SAB 公司也发出对哈啤收购要约书。但在之后的 5 月 31 号和 6 月 1 号 AB 公司连续两天以高价收购哈啤将近 7% 的股份，迅速使其成为公司第一大股东。之后根据法律规定，持股 30% 之后要向全体股东发出收购要约，AB 公司借此发出高报价的全面收购要约，此时 SAB 公司已经丧失了其在哈啤中第

一大股东的地位，而且其收购在管理层中又得不到支持，只能放弃收购企图，转而将其所持有的哈啤股份以要约收购的报价出售给 AB 公司，终止了敌意并购的企图。

在整个收购与反并购的过程中，哈啤作为一家目标公司在面临一个不受欢迎敌意并购者—SAB 公司收购时候，其很清楚地将应对策略放在寻找友好的白衣骑士上。通过市场比较，目标公司将敌意并购者的竞争死对头作为白衣骑士邀请，让敌意收购方的竞争对手同时也向本公司发动收购，从而使得本公司控制权落到友好的收购方手中，这样的一个反并购过程是成功的。

一旦确定白衣骑士作为反并购的策略，如何寻找到合适的白衣骑士接手，将是目标企业面临的最大问题。并非所有企业都适合作为白衣骑士。首先合适的白衣骑士必须具有足够雄厚的资金来参与收购竞价；其次白衣骑士必须与公司管理层关系良好，能保证收购完成后会做出收购成功之后不分解目标公司及留用现任管理层和员工等承诺，保证对目标企业伤害降低到最少。在美国一旦出价，仅有 20 天的开放期，所以白衣骑士很难有充足的时间对目标企业做出深入的调查，必须要迅速做出决策和采取行动。这同时对白衣骑士管理层的决断力要求很高，实践中也有许多白衣骑士在收购时因为没有顾及自身发展战略出价过高而导致对自身造成不利的影响。但是收购对白衣骑士来说也是有很大的便利之处的。一般来说，受到管理层支持的白衣骑士的收购行动成功可能性很大，并且公司的管理者在取得机构投资者的支持下，甚至可以自己成为白衣骑士，实行管理层收购。

在 2002 年丽珠集团的股权之争中，公司管理层与第一大股东光大集团不合，光大集团有意将全部股权转让给合作伙伴东盛科技。为了避免公司控制权落入东盛科技之手，公司管理层主动与太太药业配合，将公司第二大股东所持有的丽珠集团的股份以较优惠的价格全部转让给太太药业。此外太太药业通过二级市场收购流通 A 股和 B 股等方式最终成为丽珠集团的实际控制人。双方有很强的互补性需求，前者缺少像丽珠那

样的优势品牌的处方药以及销售渠道，而后者也需要“太太式”的管理。所以，通过引进白衣骑士，丽珠集团既避免了被非友好方所控制，又促进了行业发展，提高了公司的整体质量和竞争力。

但是聘请白衣骑士的费用成本也是很高的，不谋求自身的利益的白衣骑士几乎是不存在的。为了吸引友好公司来与敌意收购方竞价并最终完成反并购，目标公司通常会与这家友好公司达成一些协议。当然，这些协议都是尽可能地使白衣骑士从中获益。目标公司虽然处于被收购的威胁中，但是在与白衣骑士谈判时，对给出的优惠条款也应谨慎，而且企业董事会也不应该由于私人原因或者个人利益而任意拒绝其他收购者的出价。

所以实践中为了吸引白衣骑士，目标公司常常会通过锁定选择权或锁定资产等方式给予白衣骑士一些优惠条件，使其顺利购买到目标公司的资产或股份。根据美国学者罗伯德的论文《美国公司法上商业判断原则与资产锁定之关系》，资产锁定主要有两种类型：一是股份锁定，即同意白衣骑士购买目标公司的库存股票或已经授权但尚未发行的股份，或者给予上述购买的选择权。二是财产锁定，即授予白衣骑士购买目标公司重要资产的选择权，或签订一份当敌意并购发生时即由后者将重要资产售与白衣骑士的合同。①

对于房地产企业来说，白衣骑士也并非反并购的万能药。不论何种选择，最终企业都将面临控制权的丧失，只不过丧失的程度有所不同。该策略的关键在于选择合适的白衣骑士，尤其是在收购之后重组能起到一加一大于二的作用的白衣骑士，否则若只是为了盲目反并购而不注重战略的可行性和交易后的整合问题，将给双方企业的发展带来更大的负面作用。这是使用该策略前必须慎重考虑的。

（四）帕克曼防御

这一反并购措施的名称来自于80年代初期流行的一种电子游戏，是

① 任淮秀：《兼并与收购》，中国人民大学出版社，2004年版，第231页。

目标公司先下手为强的一种反并购策略。其具体做法是：当目标公司获悉收购方试图启动收购目标公司的计划时，便在市场上采取针锋相对的做法，抢先收购敌意并购者的股票，或以出让本公司部分利益（比如部分股权）为条件，策动与目标公司关系密切的友好公司出面收购敌意并购者，从而迫使收购方转入防御，或至少赢得一定的时间以重新制定反并购措施。帕克曼策略是一种非常具有戏剧性的策略，其遵循的是“有效的进攻是最好的防御”这一理念。

从反并购效果来看，帕克曼防御能使目标公司拥有多种选择方式，从而进退自如：其一，可选择并购敌意并购者，使敌意收购方迫于自身收购的压力而放弃原先的收购企图；其二，即便目标企业最终被收购，但因目标企业已经拥有敌意收购方大量的股权，所以并购的结果最终使得目标企业不仅没有丧失自身企业的控制权，反而分享并购成功带来的好处。换句话说，帕克曼式防御的好处主要有：1. 若自身收购有力，收购方可能反过来被反收购方所并购；2. 可以形成并购的压力迫使对方放弃收购的企图，使收购方自顾不暇，达到围魏救赵的目的；3. 若反并购失败，最终仍然被对方收购，但因持有对方股份，目标企业股东仍然能享有部分利益。

帕克曼防御是一种对于收购双方来说都非常残酷的反并购手段。帕克曼防御的特点是以攻为守，反过来抢到收购的主动权，使对方处于被动局面。这种模式的使用对象有非常强的特定性，只能适用于那些实力雄厚、融资渠道广泛的公司。但要是收购双方实力均衡，这种模式就可能造成两败俱伤的结局。因为采取此种策略，每个公司都冒着向对方股东支付而使自身财产不敷的风险。该策略是所有反并购策略中风险最高的一种方式，对于收购方和目标企业都有很高的要求。对于收购方来说，首先，敌意收购方本身应是一家公众持股型上市企业，否则根本没有公众渠道去收集收购方本身股份。如果不是在这种情况下，目标企业只能通过一对一的协议收购方式进行谈判，这样不仅耗时耗力而且效果很差，即使最后能与敌意收购方中的部分股东达成协议，但一旦敌意收购方中

其他股东反对，收购照样难以进行。若收购方为金融买家或个人投资者的，则该反并购措施会毫无用处。其次，敌意收购方本身必须有懈可击，存在被并购的可能性。这要求敌意收购方在财务状况、股权结构、股票市价等方面也同目标企业一样具有潜在被收购的条件。而同样，该策略对于反并购一方企业有很高的要求：1. 目标企业本身需要具有较强的资金实力和相当的外部融资能力，并且对自身资金实力和融资渠道有充分的信心和执行力；2. 目标企业管理层必须具有很强的管理和应对能力，能在很短时间内筹措到足够资金并完成企业并购之后的重组计划，甚至能在必要时邀请到有实力的友好公司。

美国收购历史上最有名的帕克曼式反并购案是1982年马丁·马里埃达集团（航天集团）反击本蒂斯重型机械和航空工业集团的收购战。马里埃达集团在收到本蒂斯集团收购要约后，使用帕克曼防御反过来收购本蒂斯集团。最后由于其中的一件桃色新闻被利用，本蒂斯的收购非但功亏一篑，而且造成资金极度紧张，半年后反被另外一家企业所兼并。①实践中帕克曼防御的实施，不仅仅涉及到收购双方，而且还会将其他对收购双方感兴趣的潜在收购方吸引到收购战中来，甚至造成整个金融市场和行业内部的震荡。1982年美国贝梯克思公司、马丁公司、联合技术公司和艾伦德公司四家发生收购与反并购大战。根据当时证券交易委员会披露的资料，有20家美国国内银行和四家外国银行贷款给贝梯克思公司共6.75亿美元，以购买马丁公司的股份。有13家银行共融资9.3亿美元给马丁公司以购买贝梯克思公司的股份。另外，有14家美国国内银行和8家外国银行为艾伦德公司提供了20亿美元的贷款来收购贝梯克思公司。其中15家银行至少涉及其中2个公司的活动，而有3家银行则参与了4个公司中至少3个公司的收购活动。②

因此采用该策略时，目标公司应充分考虑到运用该策略在经济上的

---

① 吴文琦："公司对抗性反收购策略的法律问题研究"，载《安徽大学学报（哲学社会科学版）》2006年第3期。

② 任淮秀：《兼并与收购》，中国人民大学出版社，2004年版，第236页。

可行性：首先，时间是考虑的关键。目标公司必须确保其发出的抵御性质的收购要约能在敌意并购者夺取目标公司控制权之前获得成功；其次，关于董事选举制度。如果收购方本身做好了充分的反并购措施，比如在公司章程中设立了有效的拒鲨剂条款，像前述的分期分级制度、董事资格制度等等时，目标公司就必须考虑其能否选出符合资格的代言人进入敌意并购公司的董事会；再次，目标公司也必须清楚认识到一旦收购成功，则自己将面临的企业重组整合的问题。如果收购方本身经营上存在问题，这样的收购可能反而会拖累自身，造成得不偿失的结果。同时该策略采用时需要有雄厚的财产做后盾，目标公司必须考虑其是否有充足的财力可资运用，尤其是要保证向金融机构贷款之时作为担保的资产是否有足够的吸引力；最后，目标公司在运用该策略时，必须考虑帕克曼策略可能造成的严重不利后果，因为如果双方实力相当，帕克曼策略的结果很可能是两败俱伤，甚至导致双方都被第三者兼并。

关于帕克曼策略在我国的可行性问题。我国立法并未明确对于收购公司和目标公司之间相互向对方股东发出收购要约的有效性问题。目前学界普遍认为，我国立法并不禁止帕克曼策略的使用。但是，在具体实践中，目标公司采用帕克曼策略向敌意并购者的股东发出收购要约时，应遵守法律对于收购要约所作的规范，同时还必须考虑法律对于交叉持股所做的一切规范。同时，笔者建议，我国司法机构也可以借鉴美国法院在采用商业判断规则评判帕克曼防御的合法性时所采取的判断标准。首先，董事应对股东承担信托责任，不得出于私人的目的而采取帕克曼防御；其次，董事应对公司和股东应尽忠实义务和注意义务，保障股东权益，并确定整个帕克曼防御的实施是对公司有利的行为。这在我国《公司法》、《证券法》与《上市公司收购管理办法》等中均有明确规定。

（五）股票回购

股票回购是指当上市公司受到收购威胁时，目标企业利用现金等各种方式从证券市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。这

样目标公司可以选择在股票回购完成后将所回购的股票注销，或者将回购的股票作为库藏股保留。这些公司自留的股票也可为将来发行可转换债券、实行雇员福利计划做准备，同时在必要时也可以此来换取现金，并达到改变资本结构的目的。

实践中还有人利用企业股票回购，逼迫目标公司溢价回购其所持有的股份，以此来套取可观收益。这类人被称为绿色勒索者或收购狙击手。这些人并非以控制企业为目的，只是为了获得溢价带来的利益。具体做法是，这些人会佯装收购目标企业，迫使目标企业同意以高于一定价格的方式买回这些收购者手中的股票，获得溢价。目标企业往往出于各种动机，接受这样的勒索，不过在企业股票回购后，相关收购方会做出承诺保证它或者它的关联方在一定的时间内不会再去收购目标公司。

作为反并购措施，股票回购的效果主要表现在以下方面：

首先，股票回购可以提高目标公司的股价，减少其在外流通的股份，提高敌意收购方的收购难度。公司在证券市场上将自己公司的股份购买回来，根据市场规律，股票需求增加了但是供给不变，所以股价会上扬。此时敌意收购方的收购成本就会明显增加，而且目标公司可以将买回来的股票重新发售给白衣护卫或者白衣骑士，辅助白衣护卫或者白衣骑士进行反并购。同时在股票回购后，公司在外流通的股份便明显减少，使得社会上的流通股掌握在敌意收购方手中的概率大大降低。

其次，在金融市场稳定之时，股票回购能改善目标公司资本结构。实践中，目标企业大规模举借债务用于回购股票或支付特殊红利，能够迅速提高长期负债比例。因为前面已经分析过，具有可观的但却未充分使用的债务融资能力储备的企业，往往更容易受到敌意收购方的青睐和袭击。所以目标企业应当尝试按照资产预期能够产生的现金流入的风险与资本结构匹配的融资决策准则，提高财务杠杆，优化自身资本结构，降低自身总体资本成本，增加公司和股票价值，耗尽公司剩余资金，从而为股东创造更大的利益。

而在金融市场出现波动之时，股票回购能显示出公司对自身股票的

信心，稳定股价和投资者，渡过金融危机。1987年纽约股票市场出现股价暴跌，整个股市处于动荡之中。此时，美国许多上市公司开始采用回购本公司股票的措施，以达到稳定和提高本公司股票价格的目的。

再次，股票回购是助推企业成熟发展的一个有效手段。根据企业发展的理论，一旦企业步入成熟期以后，片面追求增加设备投资，扩大企业规模对企业的发展并非有利。而如何利用剩余资金进行高效率运作才是助推企业进一步发展的关键。企业可以考虑与同行业的供货商企业互相持股，也可以考虑去公开的证券市场上持有成熟企业的股票。但是企业对于自身的发展才是最为了解的，回购自身的股票能显示出企业对自身发展的信心，维持每股收益水平和公司股票价格，减少经营压力。IBM公司在经历了20世纪5、60年代的快速增长之后，在70年代中期出现了大量的现金盈余，在缺乏有吸引力的投资机会的情况下，IBM公司利用股票回购，增加股东红利。据统计，1986—1989年期间，IBM公司用于回购本公司股票的资金达到56.6亿美元，共回购4700万股股票，平均红利支付率为56%，IBM股东的收益大幅度提高，同时这样的操作使得市场投资者对IBM的信心大增，企业得到迅速的发展。①

最后，股票回购有利于改善公司的形象，树立投资者良好的信心。正如上面所分析的，在股票回购的过程中，股价会出现一定的上升，如果此时企业能利用这一契机，做好舆论宣传工作，将会吸引投资者关注公司的运营情况，公司也将有进一步配股融资的空间。因此，在股价过低时回购股票，是维护公司形象的有效措施。②

当然，股票回购并不是只要将公司股票掌握到自己手中之后就可以高枕无忧了，最关键的是企业对回购股票如何利用的问题。对于目标企业来说，回购了本公司一部分股份后，公司的资本得到了充分利用，每

---

①　刘永祥、薛建彪："优化我国上市公司股权结构的对策"，载《经济问题》2001年第10期。

②　郑明望："关于股票回购财务与会计问题的思考"，载《长沙铁道学院学报（社会科学版）》2005年第2期。

股收益也得到提高，稳定了公司股价。此时对于被收购的目标企业来说，企业对所持的自身股份一般有三种选择：其一，暂时作为库藏股。这样能够减少社会中的流通股，保证大股东的控股地位。但是缺点是，这样的股份不能计算在股票收益之中，所以这些缺乏流通性的股票会减少企业的融资额度，给企业发展带来影响。其二，作为雇佣白衣护卫和白衣骑士的成本使用。目标企业可以考虑将这些股票交到白衣护卫或白衣骑士的手中，帮助其完成反并购，或者也可以以这些库藏股为优惠条件，激励白衣护卫和白衣骑士进行反并购，作为帮助其反并购的奖励。其三，建立企业职工持股制度。公司可以回购的股票作为奖励优秀经营管理人员、以优惠的价格转让给职工的股票储备。作为反并购措施来说，《公司法》第 143 条第 1 款第 3 项规定，如果公司要建立员工持股计划或者管理层激励制度的话，也允许公司回购发行在外的股份，这主要是为了扫除实践当中设置的员工持股和管理层期权和激励的法律障碍，使得员工持股计划成为反并购措施的有力武器之一。实践中的具体做法是，公司回购自身股份，暂时存放在公司职工持股会手中，然后甚至可以考虑把公司职工持股作为白衣护卫或者白衣骑士来使用，这样的反并购手段也有运作空间和适用法律上的可能性。综上所述，股权回购作为反并购措施，其实是略显单薄的。其一方面不利于公司筹资，另一方面也会影响公司资金的流动性。实践中，股票回购往往都是作为整个反并购措施的一个部分而进行的。

当然股票回购政策也有很大的弊端，需要考虑到实际情况和时机方能使用。股票回购确实能在短期情况下刺激股价的攀升，但是，从长期来看，公司股价的上升只是暂时现象，股价的起落还是需要依靠企业自身和整个市场行情。一旦大量使用股票回购，会使得企业丧失大量的融资机会，降低每股税后利润。同时股票回购也容易制造内幕交易，损害公司股东和投资者的利益。因此，各国允许股票回购的法律也都规定股票回购必须是为了应付非常状况才能使用。一般来说，其只有当股市大跌时作为稳定股价、增强投资者信心的手段，抑或是在面临反并购战等

特定措施的情况下才适用。而且这一措施对于信息披露的要求很高。股票回购策略的使用必须认真分析相关立法规定，全盘考虑，谨慎施行。

起初各国立法并不支持公司回购自身的股票，因为这样的操作行为很容易引起内幕交易和短线交易，侵害到广大中小投资者的利益。但是进入20世纪80年代后由于敌意并购盛行，许多上市公司担心企业控制权的变动，而采取了大量的反并购措施，其中最著名的包括职工持股计划和管理层认股制度。前一种计划是指公司将自身股票作为奖励，来鼓励本企业职工持有该企业的股票；而后者是给予高级管理人员优惠认购本企业股票的权利，以此来激励管理层，提高管理人员的责任感和荣誉感。而这两项制度的前提就是企业必须掌握着一定量的流通股，而且为了起到反并购的效果，掌握的流通股数量必须足够多。对于许多上市公司来说，只有从证券交易市场中回购自身股份才能满足这样的要求。所以，允许企业在一定条件下回购本公司股票，是采取以上反并购措施，维持本企业控制权的重要前提。正因为如此，进入80年代之后，欧美国家纷纷修改《公司法》。而日本亦相应修改了《公司法》，放宽了对企业回购本公司股票的限制。也正因为立法的修改，1985年菲利普石油公司动用81亿美元回购8100万股本公司股票；1989年和1994年，埃克森石油公司分别动用150亿美元和170亿美元回购本公司股票。①

当然我们前面已经说过，各国允许股票回购的法律也都规定了股票回购的限额，以及必须是为应付非常状况才能使用。比如德国《股票法》第71条的规定，准许企业在特定情况下回购资本金10%以内的本公司股票。所谓特定情况是指：（1）避免重大损失时；（2）向从业人员提供时；（3）基于减资决议注销股票时；（4）股票继承时。1981年英国《公司法》规定，企业回购本公司股票的动机主要有：（1）将剩余资金返回股东；（2）增加股票的价值；（3）抑制股价下跌；（4）实现资本构成的目标；（5）防止企业被吞并；（6）灵活运用剩余资金或作为企业证

① 彭继宁："论股份回购"，载《湖南省政法管理干部学院学报》2001年第3期。

券发行战略的重要手段。就法国而言，在如下几种特定情况下允许企业回购本公司股票：（1）以市场调整为目的；（2）向从业人员提供；（3）继承；（4）根据法院判决；（5）实行减资。在日本，在下述几种情况下，企业亦可以回购本公司股票：（1）为使市价发行的股票顺利地被投资者所吸收；（2）在接受以物抵债等情况下，为行使公司权利而必需时；（3）在单位未满股票请求权和反对股东的股票购买请求权行使时。①

我国证券市场对于股票回购的行为曾经一度管理严格，为了维护证券市场秩序，防止公司法定资本的减少，并防止公司操纵其股票的交易，保障投资者权益，一般情况下不准许股票回购。但是随着市场的日益成熟和发展，尤其是面对我国股市长期的低迷，立法也开始允许企业在一定的情况下回购自身股份。我国《公司法》第 143 条第 1 至 3 款规定："公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。公司因前款第（一）项至第（三）项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销。公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。"

因此，实质上《公司法》只是强调在回购本公司的股份时必须得到股东大会批准，且只有在四种特定的情况下才可以运用，而并未完全禁止该反并购策略的实施。但原本真正对该策略实施造成障碍的是证监会规定，公司股票回购必须事先报证监会批准，繁复的手续使该策略根本不能适应反并购战的时效性。因此当时对于股权回购虽然在法律上没有

① 刘永祥、薛建彪："优化我国上市公司股权结构的对策"，载《经济问题》2001 年第 10 期。

障碍，但在操作上却并不可行。于是2008年9月证监会发布了《关于上市公司以集中竞价交易方式回购股份的补充规定（征求意见稿）》，明确规定对于采用证券交易所集中竞价交易方式的回购取消了行政许可，推行完全市场化的操作。根据该规定，进行回购操作的上市公司不再需要经证监会审批，只需要在股东大会作出回购股份决议后的次一工作日对决议进行公告，通知债权人，并将相关材料报送中国证监会和证券交易所备案，同时公告回购报告书。早在1992年，大豫园作为小豫园的大股东，就采用协议回购方式把小豫园的所有股票（包括国家股、法人股、社会公众股）悉数回购并注销。同时这次行为经股东大会批准，并承诺小豫园股东享有优先认股权。这一个案也是中国股市第一例为合并而实施的股份回购案件。①

（六）焦土策略

焦土策略其实是目标公司通过资产重组或提高债务等方式，降低公司资产、财务、业务质量，以此来减少对潜在收购人的吸引力，达到反并购的效果的各种手段的统称，包括前期降低收购者兴趣，也包括在受到收购威胁又无力组织反并购时采用的消极防卫手段。这些手段使用的目的在于减少目标公司的吸引力。② 比如目标公司出卖其业务或资产中最有价值的部分，或者增加公司债务并安排其在合并后即可到期（即前面所述的债务毒丸）。这些典型的消极防卫战略本身对公司经营有负面影响，甚至可能导致目标公司在未来破产，不到非常情况一般不轻易使用。

就像之前章节分析的那样，目标公司必定有其吸引收购方的潜在价值。这在实践中包括优质的资产、良好的销售体系等各方面的优势。对于收购方来说，良好的目标企业往往财务状况优质、资产质量高、业务结构合理，此时诱发收购的可能性大大增加。目标企业为了防止企业被

① 赵庆明："股份回购案例"，载《市场经济导报》2000年第1期。

② 范旭斌："论对目标公司管理层反收购行为的法律规制"，载《江苏教育学院学报（社会科学版）》2003年第1期。

收购，会采取一些策略来减少自身潜在价值的诱人之处，降低收购方的兴趣，以应对可能到来的收购。实践中，具体的方式有：

1. 虚胖策略

虚胖策略是指在目标企业面对收购的威胁但是无力进行有效的反击时，目标企业可以通过向银行贷款或发行债券来增加大量的负债，迅速提高公司的资产负债率。一般来说，公司的债务权益比率偏低会使其更容易成为收购的对象，敌意并购者可以利用公司的债务空间来为收购融资。但增加债务将增加公司的财务风险，可以有效防止并购，是一种典型的焦土策略。

同样目标企业也可以考虑利用剩余的现金购买不良资产的方式，提高目标企业的债务权益比率。通常来说，这些购进的资产大多与目标企业原有经营无关或本身就是盈利能力很差的不良资产，此时公司债务包袱加大，资产质量下降；同时企业的财务状况恶化，经营风险也随之加大：或者利用这些不良资产改变公司经营战略重点，丧失处在原行业中的优势地位。

当然也有目标企业采用大幅度提高坏账损失或在账面上一次反应历年潜亏等会计手法，尽量缩水公司业绩，增大长期收益的投资，使公司在短时间内显示出资产收益率大减，制造企业亏损的现象，使公司丧失筹资能力。例如在前面所述的丽珠集团争夺案之中，丽珠集团就是在配股之后大幅度提高集团坏账损失，制造集团亏损，形成焦土效应以降低自身的吸引力。

实践中，还有许多企业采用大量对外担保的方式来达到反并购的效果。担保就意味着整个公司经营风险的增加，这些资产对于投资人来说无异于一颗颗随时可引爆的炸弹。在我国上市公司中，大量的企业有许多没有履行过信息披露手续的隐性担保，给收购人收购造成了许多潜在的麻烦。因此如果管理层有意反并购，就可以考虑大量签订对外担保协议，使得自身价值下降，收购潜在风险提高。在联想收购中科健一案中，联想之所以最终放弃收购方案，后者的高额担保就是其中一个重要原因。

2. 售卖冠珠

并购行业中，目标公司里富于吸引力和具收购价值的部分，通常都被称作“皇冠上的珍珠”。实践中，目标公司的下列资产或业务可能会被敌意并购者认为是“皇冠上的珍珠”而作为其收购的重要整合收益：可能是市场低估的资产，如优质的房地产项目；可能是某个子公司、分公司或某个部门；可能是对收购者在行业内部构成威胁的某一业务或部门；可能是一种营业许可或业务；可能是一种技术秘密、专利权或关键人才；更可能是上述项目的组合。

“皇冠上的珍珠”往往极其富有吸引力，是收购者发动收购行动的真正用意所在。所以作为焦土策略的一种，许多企业便采用将这些受人垂涎的“皇冠上的珍珠”（目标企业最具收购价值的资产、业务或技术等）低价售卖给第三方或抵押出去，以此来消除收购的诱因，粉碎收购者的初衷。在实践中采用该策略的反并购案不计其数。总体来说，焦土策略可以说是最不计反并购成本的一种策略。在实践中，选择使用该策略会使得目标企业在很短的时间内降低企业价值，使自身变得臃肿不堪。即使收购方强行收购之后，也将花巨大的整合成本来重新进行重组，整合收益将会大大降低。但是必须认识到，对于目标企业而言，这种策略可以说是损己不利人，即使反并购最后成功，目标企业也将面临一系列的后续整合问题。这些问题一旦处理不好，甚至可能引起企业的破产，这对股东的利益是更大的损失。焦土策略尤其是售卖冠珠策略如果运用不佳，目标企业的股东就很容易对其管理层产生严重的不信任感，从而对后续反并购和整合计划产生很大的阻碍。以2008年初微软收购雅虎案为例，特别值得注意的是，微软在宣布放弃收购之后，特别提到，作为一种反并购措施，雅虎今后有可能把搜索业务外包给谷歌。在微软看来，这将使雅虎的价值大为降低。其中就考虑到以下理由：首先，雅虎本身对微软吸引力降低；其次，雅虎大量技术人员可能因此离开，人才流失严重；再次，这样的搜索外包可能引起监管部门的反垄断调查；第四，这将使谷歌在整个搜索领域的优势更加明显；第五，这将使微软与雅虎

在搜索业务上合并的机会变得渺茫。为了抵制敌意并购，雅虎公司管理层将公司核心资产出售给亲管理层的收购方，从而大大降低敌意并购的预期收益。正是出于这一强硬的反并购措施，迫使微软不得不顾忌自己花大价钱求得的猎物跌价，最终选择放弃了收购。虽然实际上雅虎没有使用该反并购策略，但一旦雅虎实施该防御措施能否真的能使微软退缩，还是造成雅虎本已对立的股东大会（分为支持并购与反对并购两派）进一步分立的结果，现在我们已经不得而知。但是不论何种结果的出现对于雅虎来说都是有很大伤害的。所以使用焦土策略必须谨慎。

就我国法律而言，最核心的规范反并购措施的条款应当是《上市公司收购管理办法》（2008 年修订）第 33 条，该条规定，收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。单从字面上来看，我国立法其实对反并购措施本身抱着一种并不鼓励的态度。而焦土策略这样通过处置公司资产、担保等方式严重伤害公司和股东的行为，更是很难得到立法者的认可。对于大型公众型持股企业来说，一旦股东们尤其是中小股东们意识到焦土策略的风险，是很难同意该策略的运用的。换句话说，在我国，董事会是无权单方采取焦土策略的，他们所能做的就是尽力说服股东大会，让他们明白焦土策略的风险要远远小于被收购之后的风险，至于判断的掌握权则完全在股东大会的手中。

（七）提起法律诉讼

法律诉讼是目标企业对抗收购方的一种法律手段。诉讼能够逼迫收购方重新坐回谈判桌前，来达到进一步抬高收购价格的目的。目标公司经营者为阻止公开收购，常以收购者违反各种法令的名义对其提出诉讼，要求法律对其进行处罚，尤其是当目标公司所在地的法律与公众意见有可能倾向于被收购一方时，这一情形常常发生。同时一旦进入漫长的法律程序，目标企业可以要求法院延缓收购的进行，增加目标企业应对收

购的准备时间，便于其他反并购措施的展开施行，同时在公众形象上给收购方造成一种很明显的敌意姿态，使得公司股东能更加坚定地保卫公司控制权，提高管理层的士气。

三、反收购方案的分析

面对收购的发生，目标公司有许多种详尽的反收购方案可以采用，但是如何选择最适宜公司、对公司危害最小的反并购策略，才是目标企业最重要的准备活动。反收购方案的确定必须是在对进攻方有足够了解的前提下完成的，管理层应根据公司的实际情况，从公司的实际情况出发，选择适合公司的一种或多种反并购策略的组合，实现反并购的目的。在策略的选择方面，要坚持以法律为准则，灵活运用公司章程的任意性规定，同时防止反并购策略实施对自身造成损伤。反并购的准备工作前提是要知己知彼，了解对手和自身的优势，选择相应的方案。

（一）针对收购方的分析

实践中，发起收购的一方其实动机并不一致，有的收购者是追求财务效应，有的收购者追求企业扩张，有的收购者追求企业资产的优质性。针对不同的收购方，反并购措施的使用是有很大区别的。对于进攻方的类型、市场反应和进攻方的目的分析都是反并购措施采用的前提条件。在整个反并购的过程中，市场也是处于不断的波动之中，所以目标企业的反并购措施也不是就只能使用一种，而是应该尝试针对进攻方类型选择相应的应对策略，有效针对对方的弱点进行反击，或者降低自身吸引力，消除对方收购的动机。以下我们一一进行分析：

1. 进行企业整合谋求企业发展以获得整合后差价的收购方。在收购活动中，这类买家具有很强的管理能力和投资能力，非常善于在收购市场中观察到被市场低估的优质企业。这些收购方希望在市场中寻找到符合他们心目中预期的目标企业。这些目标企业或多或少具有各种各样的问题，但是企业本身具有良好的资质和发展的潜力，只是在运营上、财

务上出现了各种大小不一的困难，比如处于发展瓶颈或者亏损状态。面对这些目标企业，这类买家会毫不犹豫对认为值得的企业大方地出手购买。而在收购达成之后，他们会迅速进行企业整合和改变，进行大量的管理投入和资本追加，或者将企业进行转手出售或者拆分出售，以此来改善此类经营不佳的目标企业。当然实践中还有些收购者为了吸引目标企业股东或经营者的配合，可以让卖主在公司中保留一定的权益，然后由收购者顺利得到控制权并负责经营公司。一旦企业走上正轨，或者获得相应的效益提高，而这些提高一旦达到了这类收购者的心理预期的标准的话，这些投资者还会乐意选择抛售这个企业的股票。还有些金融类的买家，会更关注那些有助于通过发行债券融资的企业，而此类企业大多具有稳定的收入记录、低资产负债率和良好的成长性。

这类收购方往往期待以最低的市场价格来获得目标企业，一旦整合成功，市场价值增加，就选择抛售以赚取差价。面对此类收购方，目标企业首先必须要注意事前的防御，尤其是要注意在日常的经营中，关注企业的市场价值，避免出现市场价值遭到低估的情况，及时评估资产实际价值并通过媒体向市场公布，随时利用发布利好消息的方式刺激股价上升。一旦股价保持在稳定的高价位上，此类买家就容易望而却步。同时寻找白衣护卫的帮助也是一个很好的选择。增加白衣护卫无异于对此类收购方宣布任何对于该目标企业的收购都将面临很高的收购成本，再加上目标企业股东反并购态度坚决，此类收购方将因为害怕引起过高的收购成本而放弃收购企图。

同时一旦企业面临到被收购的威胁后，可以选择采用焦土策略来进行反击，比如提高企业的负债或者耗尽企业的现金流，将企业吸引力降到最低，这样收购方会因为没有利润可得而退缩。当然使用白衣骑士的方式可能更加合适。由于白衣骑士与目标企业有良好的合作关系，或是与目标企业处于相关的行业，对企业未来的经营不会产生太大的影响，因而避免了企业受到此类买家整合后的风险。同时此类的买家对于市场价格极为看重，一旦出现白衣骑士竞购，提高了目标企业的市场价值，

利润大大降低，而收购方的整合经营风险还不确定，在这样的情况下，选择放弃收购是此类收购方最明智的选择。

2. 同行业的企业扩张者。这一类的扩张者又可分为市场份额扩张者和产品系列扩张者。还有些扩张者二者的性质兼有。比如可口可乐收购汇源果汁，就既涉及到饮料市场份额的扩张同时也涉及到新产品系列的扩张。此类的收购者往往在行业内部发展比较迅速，希望以此加大其在行业内部的优势地位。因为并购同行业的企业对于他们来说可谓是轻车熟路。这样做比从零开始或进入一个新市场更容易达到目标，何况同行业企业收购之后的整合也会更加方便和容易，整合的成本会更低。而且目标企业面对同行业的收购，抗拒性并不大。另外，同行业的收购也会起到打压竞争对手，壮大自身实力，获得企业间互补效益的作用。所以实践中同行业的企业扩张者的交易是比较常见的。

同行业的收购者最看重那些在同行业一定市场中占有足够市场份额的成熟企业。这类目标企业往往具有成熟的经营模式或者优质项目，在同行业某一领域有自己的独到之处。对于这类企业，扩张者愿意采用横向的扩张收购来迅速增加自身的产业价值，争取最大的整合收益。所以目标企业面对此类进攻者必须要重点加强事前防御，随时观察行业内的竞争对手的情况，了解上下游企业的发展状况；同时在公司内部设置或外部聘请拒鲨观察者，并且在公司章程中设置拒鲨条款，以此提高对手的收购难度。在面对现实的收购威胁之时，目标企业可以考虑采用帕克曼防御，抢先收购敌意并购者的股票，或以出让本公司的部分利益包括出让部分股权为条件，策动与目标公司关系密切的白衣骑士出面收购敌意并购者，从而迫使收购方转入防御，至少赢得一定的时间以重新制定反并购措施。这样对于目标企业而言反而能达到收购的目的，提高其在行业内部的竞争力，并且取得反并购的成功。当然还有一种反并购措施也是可以考虑的，那就是提起法律诉讼。行业内部的并购很容易引起对市场反垄断的调查，何况不论调查的结果最终如何，至少能拖延相当的时间。可口可乐并购汇源案，就引起了整个行业内部的高度关注，反垄

断审查呼声甚嚣尘上，最后商务部介入调查，并购宣布失败。所以该方式不管结果如何，目标企业都会获得宝贵的反击时间，所以也是种可以考虑的反收购方式。

3. 寻求企业多元化发展战略的买家。此类的收购者可以说是最难对付的收购方。一旦企业发展到集团化多元化的模式之后，多数都不满意其基础业务的发展，而希望通过对目标企业的控制和两家以上企业的经营协同获得企业规模扩张和投资效益的增加。所以对于此类企业来说，获得目标企业的控制权是其战略中的一个重要环节，并不会因为轻易的打击和白衣骑士的竞争而随意退缩。此类收购者通常对于收购成本有着更高的承受能力，愿意为此支付更高的价格。此类企业关注的对象是那些不需要花大时间和投入大量管理成本就能完成整合，在短时间内就能获得整合后收益的企业。对于那些现金流量多而财务利润少的公司，这类收购者通常不十分关注，而只关注收购后企业的联合收益、经营业绩、战略的统一和交易后的整合问题。由于集团效应的作用，收购者利用潜在的成本节约使得自身能比别的买方得到更多的增量利润，所以即使付出高额的收购成本，也在他们的战略考虑范围之内。所以他们的报价也非常合理，对于目标企业股东的吸引力是非常巨大的。

由于战略收购者关注的利益并不在短期，而在于获得长期的整合和发展收益，所以战略买家一旦看中目标企业就会不惜出高价。比如微软收购雅虎所提出的高报价，就是一个经典例子。面对此类收购者，一般的白衣骑士很难起到作用，而且该类企业往往实力雄厚，帕克曼防御也很难奏效。所以目标企业一旦遇到这样的战略收购者，采用的反收购方案必须强硬且迅速。目前而言，对于该类战略收购者，采用毒丸计划或焦土政策，以减少目标公司的吸引力，使收购后并不能产生像战略收购者所预料的收益，可能达到击败进攻者的目标。但是目标企业也应当考虑到由于战略收购方的报价往往都比较合理，而毒丸计划或者焦土政策对公司的伤害都很大，很容易造成股东利益的损害，尤其是管理层，更是容易因此遭到质疑。何况企业被收购之后还能享受到集团化带来的产

业效应，非常有利于企业的发展。所以面对此类合理报价，选择适当的接受或者合作可能是更加有利的。

（二）针对目标企业自身的分析

对于目标企业来说，很重要的一个问题在于是否一定要选择反并购，这是企业必须首先仔细考虑的问题。有些看似恶意的收购行为，对目标公司和社会经济发展往往是积极有利的。许多学者认为反并购不过是目标公司管理层出于保护自己的私利，而利用公司资源对抗收购者。尤其是在中国证券市场，股东大会被管理层控制的现象非常严重，某些反并购的过程与结果完全不顾及股东特别是中小股东的利益，甚至无形中剥夺了目标公司股东们获得合理溢价收益的权利，违反了董事忠实义务。[①]这些浪费公司资源的行为很大程度上扰乱了正常的市场经济秩序，是不必要的社会资源消耗。尤其是我国股制改革还在进行中，大量的国有股在我国尚不能充分流通，谈反并购甚至还为时过早。何况敌意并购的存在能进一步刺激到公司管理层，使得他们注意自身股价的走向，保护中小投资者的利益。在成熟的资本市场中，良好的收购与反并购是迫使公司经理们积极改善效率，努力提高企业盈利的必不可少的机制之一。所以目标企业应从自身角度出发，根据自身实际情况，作出对公司股东最有利的判断。

另外，进行反并购策略需要得到许多方面的支持，既包括内部的支持也包括外部的支持。内部的支持主要来自于两个方面。首先最重要的就是股东大会的支持。在我国，如果董事会得不到股东大会的支持是不允许使用反并购策略的。所以实践中对公司股东进行劝说的公关活动是反并购策略能否启动的关键因素。目标公司管理层一旦决定拒绝收购，其劝阻公司股东实施反并购的措施有：（1）表明股东进行反并购能获得更大的利益而非风险，而且这种拒绝是在考虑到公司股东的最大利益的前提下作出的决定；（2）对于以股权为支付形式的收购行动，目标公司

① 刘桂清："论目标公司董事的忠实义务"，载《河北法学》2002 年第 6 期。

管理层可说服本公司股东相信收购公司的股票价格是以泡沫组成的，其本身的扩张是不合理的，一旦收购完成后收购方内部会产生整合上的分歧；（3）使股东相信，本公司股票的真实价值与收益能力是被市场和收购人严重低估的，公司股票的潜力是远远不止目前的价值的，让股东相信收购在经济上的不合理性会对今后公司经营造成影响；（4）发布可提高本公司股价的利好信息，如发布盈利预测，增加红利发放，稳定投资者信心；（5）与本公司股东沟通，使其认同公司的未来扩展计划，明确公司短期收益下降是处于管理层长期发展计划之内的；（6）利用社会媒体效应，以公司的名义掀起积极公关运动，强调公司过去对社会各方面的良好奉献，并与收购人相对比，使收购人感到其不为公众（尤其目标公司所在地的公众）所欢迎。其次是需要得到来自公司内部的企业员工的支持。在实践中，员工是不希望企业发生控制权变化的重大事件的，因为他们无力抵御控制权变动引发人员变动和薪酬变化带来的风险，所以员工对于反并购措施的支持是比较容易争取到的。有了员工支持，至少在社会舆论上能获得一定的支持，何况在实践中员工持股计划也在一定程度上起到了反并购的作用。所以来自员工的支持对于反并购措施的最后落实也将起到很重要的作用。

而外部支持则包括很多方面。比如是否有战略盟友能进行互相持股，是否有同行愿意充当白衣护卫或白衣骑士，是否能有畅通的融资渠道来取得反并购所需要的大量支出，还有当地的有关收购与反并购的法律法规是否支持反并购措施的实施等等。另外还需要考虑反并购对公司所造成影响的成本，包括聘请相关反并购机构的费用和反并购实施的成本，这些支持都需要企业自己清楚了解，才能在面临收购威胁时迅速制定出适合的反并购策略。

当然，事中的反并购对抗对于目标企业来说已经丧失了最好的时机。只有重视事前防御措施的企业才能赢得有效的时间，从而从容面对收购的威胁。对于事前防御措施的采用，企业也必须根据自身的实际情况进行特定的分析。尤其是我国房地产企业也必须根据自身特点，对照之前

所分析的成为潜在目标公司的特征，关注市场反应，随时关注资金链条的畅通和市场的波动。尤其是在如今房市惨淡的情况下，目标企业更容易引起收购方的蠢蠢欲动。更有甚者，一些扩张迅速的房地产企业常因某些项目未能取得预期效益而成为收购者的最佳猎物。企业要经常采取一些防御性的措施稳定股价，如房地产企业要经常向投资者介绍项目进展情况，及时披露关于未来市场需求，争取市场的认同。

同时企业还应对自身股权结构进行适当的把握。就目前实际情况而言，我国房地产市场中的上市企业本身的股票流通性并不强，这是我国整体股权改革的问题，目前在行业内部独占鳌头的万科也只达到了85%股份的流通。而只有目标企业把握自身股权结构和股份的流向才能使其根据自己特定的情况采取有效的针对措施。

（三）针对反并购策略的分析

反并购措施实施的情况也是需要及时把握与反馈的。目标企业应当关注对方和市场对整个反并购措施的反应，以检查反并购策略是否达到了有针对性的成效。在我国，大型收购案特别是涉及到国有资产或者土地项目方面的企业，很容易引起有关政府部门的介入（政府部门很可能支持强势、能带来经济效益的企业），目标企业如果不具有很强的公关能力，很容易造成反并购的失败。如本身就不具有很强融资能力和融资渠道的企业选择帕克曼式防御或股票回购的做法无异于是对自己雪上加霜，针对对方谋求经营人才资源的收购而选择执行降落伞计划完全就是肉包子打狗，所以及时审视采取的策略效果将有助于企业反并购的实际成功。由于防御策略的及时制定和效果检查，反并购的成功机会比一般情况下更大。以英国为例，1983——1989年期间，在争夺收购要约的238个实例中，有147家公司（占实例的62%）成功地保卫了自己。其中有112家公司保持了独立性，另外35家公司投入了白衣骑士的怀抱。[①]

---

① 蒋泽中：《企业收购与兼并》，中国人民大学出版社，2004年版，第160－161页。

第三节　反并购的法律手段

如前所述，以收购者违反相关法律法规为理由提起诉讼或向有关部门提起申述，也是一项有效的反并购措施。因为对收购者提起法律诉讼或者指责其交易行为违反了证券交易的有关条例，无论这些诉讼的依据是否充足，司法程序肯定会为目标企业提供一定的时间。实践中，许多目标企业甚至会采取激进的方式引起提供诉讼的足够法律事由，比如目标企业首先实行一项购买，如果收购者继续收购将达到垄断的标准，引起反垄断的审查和诉讼。还有的目标企业甚至接管一些受管制的行业或者涉及国有资产的买卖，以使得整个收购过程更加受到有关部门的监管。法律手段的目的首先在于逼迫收购者提高价格，其次是延缓最终收购完成的时间。法律诉讼的提起其实更像是一场赌博，但它确实是遵守最大化股东利益这一义务条件下的合理战略。当然如果目标企业将所有反并购筹码都压在法律诉讼上，也是非常不明智的行为。毕竟实践中，以法律诉讼击败对手的例子可以说是少之又少，所以法律手段还只是作为反并购措施的其中一个步骤来运用更为合理。

在我国，目标公司对收购方进行法律诉讼的主要依据有：《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》、《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《上市公司信息披露管理办法》、《反垄断法》以及《上海证券交易所交易市场业务试行规则》等。在诉讼过程中，提起诉讼的法律理由必须充分，至少使得敌意收购方不得不花时间精力证明诉讼的指控不成立，而在这一期间内，收购方不能继续增持目标公司的股票。一般来说，提起诉讼的理由主要包括两个方面：一是明知故犯的违规操作；二是立法目前还没有做出明确判断的起诉事由。这些起诉事由目前还没有比较成功的可操作规范和先例，所以法院或者有关部门在做出判断时会很谨慎，拖延的时间

会较长。但这些行业操作行为确实违反现行行业准则和标准，而且可能对整个行业造成影响，确实可以起诉，其中最典型的就是反垄断起诉。

从实践来看，目标公司提起法律诉讼最常用的原因有：

首先是涉及反垄断诉讼，尤其是当双方是在行业内经营类似业务的企业。我国新出台了《反垄断法》，对于收购是否涉及反垄断还需要商务部做进一步的反垄断审查，如果可以提起相关法律诉讼或向有关部门申述都将是延缓收购的方式。同时企业提起反垄断申述，也应当集中参考《国务院关于经营者集中申报标准的规定》。根据该规定第 3 条，经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院商务主管部门申报，未申报的不得实施集中：（一）参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；（二）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。同时即使经营者集中未达到上述规定的申报标准，但按照规定程序收集的事实和证据表明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院商务主管部门应当依法进行调查。我国最典型的案件就是可口可乐并购汇源案。2008 年可口可乐宣布旗下子公司计划以 179 亿港币现金收购中国汇源果汁集团有限公司约 66% 的股份。由于汇源果汁为中国果汁市场领导品牌，收购成功可能引起行业垄断或接近垄断，所以整个案子受到了高度的重视。所以可以预见提起反垄断诉讼和反垄断审查，将会是未来反并购的主要手段之一。

其次是违反证券交易法的有关内容。这其中包括公开收购的收购手续不齐全、公开的内容不符合法律规定或者有虚假等方面。我国法律对于公开市场中直接收购目标公司的行为有严格信息披露规定，以保护中小投资者的利益。比如我国《证券法》第 86 条规定，通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个

上市公司已发行的股份达到5%时，应当在该事实发生之日起3日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。而且《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》也规定，当持有一个上市公司已发行的股份达到5%后，其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少5%，应当进行报告和公告。所以以信息披露不充分或者以操作不规范来起诉，效果也是不错的。

同时企业还能以证券违规操作或者格式文件有瑕疵等提出申述。比如要约收购报告书中根据我国《上市公司收购管理办法》第29条规定必须载明的事项，如有虚假或遗漏，皆可以提起诉讼或申述。同时要明确，在整个收购与反并购过程中的各种公告都必须有标准格式。如果包括盈利预测，还要说明预测的依据，并经注册会计师验证；如果包括资产重估，须提供评估的基础以及至少一位独立评估人的意见。所以一旦有公告达不到证监会规定的要求，很容易引起对于收购信息不规范的申述。

再次是涉及到犯罪。除非有十分确凿的证据，否则目标公司不应当轻易以此为理由起诉，否则可能造成反效果，比如诬告将给公众和股东造成公司形象下降的影响。

最后是涉及到外资的法律制度。这主要是对于外资进军我国房地产市场而可能引起的收购与反并购的诉讼手段。虽然与香港的新鸿基、和记黄埔相比，美国的汉斯等外资大鳄的进入由于目前市场份额小而没有引起“狼来了”的呼喊，但是，这种情况在未来对大陆本土大型房地产企业无疑是一种巨大的挑战。根据2006年发布的《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，对于外商投资的房地产企业有很严格的资本注册金和各种证照的要求，同时对于其并购国内的房地产企业的，要求其提供履行《国有土地使用权出让合同》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》等的保证函，《国有土地使用证》，建设（房地产）主管部门的变更备案证明，以及税务机关出具的相关纳税证明材料。境

外投资者通过股权转让及其他方式并购境内房地产企业，或收购合资企业中方股权的，须妥善安置职工、处理银行债务、并以自有资金一次性支付全部转让金。对有不良记录的境外投资者，不允许其在境内进行上述活动。[①] 但法律并未明确规定不良记录具体包括哪些，这也是目标企业提起反并购的一个灰色区域。同时外资并购境内房地产企业还必须经过建设部、商务部、发展改革委、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、银监会、外汇局等有关部门的审查，其中的疏漏将非常巨大。因此，尽职调查和分析对外资收购方是非常重要的。

同时还可以提出涉及国家安全的法律诉讼。2006 年 11 月，国家发展和改革委员会就曾发布《利用外资“十一五”规划》，指出中国将加强对外资并购涉及国家安全的敏感行业重点企业的审查和监管。同时我国《关于外国投资者并购境内企业的规定》中就提到，外国投资者并购境内企业并取得实际控制权，涉及重点行业、存在影响或可能影响国家经济安全因素或者导致拥有驰名商标或中华老字号的境内企业实际控制权转移的，当事人应就此向商务部进行申报。同时我国《反垄断法》第 31 条规定，对外资并购境内企业或者以其他方式参与经营者集中，涉及国家安全的，除依照本法规定进行经营者集中审查外，还应当按照国家有关规定进行国家安全审查。我国对涉及到国家安全的外资并购要求进行双重审查，以确保国家经济安全。换句话说，一旦房地产企业的外资并购可能涉及到国家安全，以此诉求提起法律诉讼，不论结果如何都将会至少带来一段较长的缓冲时间。

当然实践中还可以考虑利用新修改的《劳动合同法》与《劳动法》，以保证员工权益作为诉讼请求等来作为起诉理由。但是对于具有非常坚定意志和充分准备的收购者来说，法律诉讼充其量也只能起到拖延时间的作用，难以真正阻碍其行动。利用法律诉讼来粉碎收购方企图的案例在我国确实非常少见。

---

① 季寅颖：“有关外资投资房地产的法律分析”，载《消费导刊》2008 年第 9 期。

这里我们还要明确，在反并购过程中，并不是只有收购方可能牵涉到法律诉讼。目标企业的管理层也有各种各样的义务，一旦违反可能使得目标企业先自乱阵脚，所以必须在此明确。收购人公告要约收购报告书之后，为了保障目标公司股东和收购方的利益，防止出现被收购公司的高级管理人员因为害怕收购成功后自己职位的丧失或害怕某些不法行为的被发现，出于个人考虑而采取反并购措施等影响证券市场秩序的行为。比如微软放弃对雅虎的收购之后，雅虎内部许多股东就指责董事会没有考虑股东的利益，而影响了收购。为此，法律对目标公司管理层同样设定了一定的法律义务。根据我国《上市公司收购管理办法》第32、33、34条规定，主要包括三项义务：首先，被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后20日内，被收购公司董事会应当将被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见报送中国证监会，同时抄报派出机构，抄送证券交易所，并予公告。收购人对收购要约条件做出重大变更的，被收购公司董事会应当在3个工作日内提交董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况出具补充意见，并予以报告、公告。其次，要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。最后，在要约收购期间，被收购公司董事不得辞职。

法律诉讼可以说是一把双刃剑，一旦使用得好对于目标企业而言无疑会获得极大的缓冲时间和良好的公众形象，但如果使用不好，反而将自己拖入更大的泥沼，甚至造成公司内部的分化，得不偿失。所以目标公司在使用该策略之前应当聘请有反并购经验的律师拟定具体的策略，以保障自身和公司股东的利益。

第七章　与房地产开发企业并购有关的其他法律问题

作为资本扩张的一种重要手段，企业并购活动在世界产业发展史上掀起了一次又一次的浪潮，而且至今仍然长盛不衰。从理论上来看，企业并购能够带来诸多的优势，例如可以发挥规模经济的作用，带来经营协同效应，有效降低进入新行业的障碍，通过优势互补扩大产品的市场份额，提高企业的核心竞争能力，以及盘活亏损企业，调整产业结构，实现资源的优化配置等等。在如此强大的理论支持和激励下，并购已经成为备受世界各国企业推崇的一种投资行为。但是，从企业并购活动的历史数据来看，成功的企业并购并不仅仅带来优势，它在发挥作用的同时也引发了各种各样的问题。例如，企业实施并购后，在规模壮大的同时，也容易对市场进行肆意操纵乃至最终形成完全垄断，弱化了竞争机制在资源配置中的杠杆作用，这在以自由竞争为基础的市场经济制度中往往是不能容忍的。再例如，大企业并购后所引发的裁员问题也是不容忽视的。从某种程度上说，企业并购活动的优势并未如人们所期望的那么多，有的企业甚至因并购活动所带来的问题而陷入困境。由此可见，企业并购其实是一种风险比较高的投资活动，我们应该对企业并购的客观作用作全面的分析，从而更好地指导实践中的具体操作。

第一节 企业并购与反垄断问题

市场经济的灵魂就是竞争，在市场中，每个竞争者都有平等参与竞争的机会。各个参与者为了在竞争中获胜，纷纷寻求各种途径来扩大自己的规模，增加自己的市场份额。而企业并购正是实现市场集中、发挥规模经济作用的主要途径之一。然而那些在竞争中占优势地位的企业在逐步取得强大的市场支配力的同时，往往也开始利用自己在市场上的优势地位，限制和排斥竞争，剥夺其他竞争者的平等发展的机会，危及其他竞争主体的利益及公共利益，对相关市场上的竞争关系产生消极影响，造成了不平等的结果。可以说，在竞争的推动下，适当的企业并购有利于企业发展规模经济，改善产业结构，从而获取市场竞争优势。但是如果对规模经济的发展不加控制，超过了一定的限度，就会导致垄断，这样反而会损害有效竞争。因此认识企业并购与垄断的联系，正确处理好规模经济与反垄断的关系，维护市场经济的有效竞争，就成为规制企业并购活动中的反垄断问题的关键。

一、垄断概述

（一）垄断的概念

经济学上的垄断是指少数企业凭借其雄厚的经济实力对相关的市场进行控制，并从实质上在该特定的市场领域内限制竞争的一种市场状态。可见，经济学上垄断的概念侧重于垄断的状态。而目前从法律角度来看，尚没有对垄断确立一个统一的概念。一般来说，法律角度的垄断是指市场主体通过各种手段违反法律的强制性规定，在特定的市场内滥用市场支配地位，从而排除或限制竞争，损害消费者权益，危害公共利益的行为。由此可见，法律角度上规定的垄断的概念主要侧重于垄断的行为及

其所带来的后果。

（二）垄断的表现形式

根据各国法律的规定，垄断一般包括以下几种具体的表现形式①：

1. 联合限制竞争。联合限制竞争具体又可以分为横向联合和纵向联合。其中横向联合是指法律上相互独立的企业为了共同的目的，相互在市场方面达成限制竞争的协议。一般来说，各国在认定是否构成横向联合时主要依据两个原则，即本身违法原则和合理原则。本身违法原则指当事人只要从事了法律明文禁止的行为，即使该行为本身并没有造成损害的后果也构成违法。合理原则指是除了从当事人的行为本身考量之外，还必须要考虑这种行为是否造成了特定的危害结果。一般来说危害主要从对竞争的限制和破坏、对消费者利益的损害以及对社会公共利益的威胁三个方面来考察。而纵向联合是指处于不同生产链阶段的上下游企业之间所订立的协议，这些协议主要表现为限定转售价格协议、独家销售协议以及纵向非价格约束协议等。其中限定转售价格协议适用本身违法原则，而其他的纵向联合则适用合理原则。

2. 企业合并，是指企业通过并购达到垄断市场的目的。现代反垄断法在考察企业并购是否构成垄断时，不仅要考虑并购后的企业在市场上的占有率和其他企业进入市场的难易程度，还要考虑并购后的企业对市场价格产生的影响，即更加深入具体地考察市场结构和市场行为因素的综合效果。关于此点在后面将会进一步做详细阐述。

3. 滥用市场支配地位，是指具有独占支配地位的企业滥用其支配地位，实施限制竞争，排挤竞争对手，损害消费者权益的行为。

4. 行政性垄断，是指行政机关或者其授权的组织滥用行政权力，限制竞争的行为。其主要表现为地区行政性市场垄断、行政部门干涉企业经营行为、滥用优势地位以及行政强制交易等行为。

根据我国2007年8月30日出台的《反垄断法》第3条的规定，我

① 肖太福：《企业并购法律实务》，群众出版社，2005年版，第60－61页。

国反垄断法确认的垄断行为包括三类：经营者达成垄断协议；经营者滥用市场支配地位；具有或者可能具有排除、限制竞争效果的经营者集中。我国《反垄断法》规定的“经营者达成垄断协议”即类似于上述的联合限制竞争，而“具有或者可能具有排除、限制竞争效果的经营者集中”，即类似于上述的企业合并。由此可见，我国《反垄断法》并没有将行政性垄断纳入其确认的垄断行为进行规制。

二、企业并购所引发的垄断问题

依据市场经济发展的规律，当竞争发展到一定阶段的时候，总会不可避免地产生垄断。竞争是市场经济发展的动力，而垄断则取消了竞争发展的基础和源泉，因而限制了竞争，在这种情况下就需要出台反垄断措施，打破垄断格局。由此可见，限制垄断和鼓励竞争自然成为发展经济的必要手段。认识和把握并购与垄断的关系，对于政府而言，有利于其更好地发挥对市场的调控作用；对于企业而言，有利于其在合法的框架下，最大限度地发挥规模经济的效应。

正如前面所说，企业并购是实现规模经济的最佳途径。例如，小企业间的并购可以实现一定的必要发展规模，从而有利于同占市场支配地位的大企业进行竞争；不同市场上的企业并购可以使新的竞争者进入市场，从而促进市场的开放，提高企业的生产效率并改善企业的经营管理状况；此外，企业还可以通过并购获得一些稀缺的资源，如专利权、被并购企业的客户名单和商业秘密等。可以说，企业并购作为市场经济条件下的一种优胜劣汰的机制，具有调节生产、优化资源配置、增强公司实力与竞争力、推动技术和经济发展的巨大积极作用。

然而在看到企业并购的积极效应的同时，对于其消极影响也应当同样予以高度的关注。虽然并购可以促使企业竞争力的迅速提升，并且对国家和社会的发展有极大的益处，但是却不能因此而对其不加任何限制，放任其随意进行，否则当并购导致的市场集中达到一定程度的时候，并

购后的企业便可能在相关市场中获得独占支配地位，此时便会形成市场垄断，从而可能引发危害结果。

具体来说，企业并购可能引发的垄断问题主要体现在：

第一，企业合并可以导致企业独占、控制市场、限制竞争、形成垄断。企业通过并购取得了相当大的市场份额，这就可能对市场的有效竞争机制产生限制性的影响，这种影响的表现之一就是并购后企业的产品价格。并购企业首先通过自身单方面掠夺性的定价打击市场中的其他竞争对手，并且排斥潜在的竞争对手进入市场，然后再依仗没有竞争对手而任意提高产品价格，获取超额利润，从而破坏了竞争，损害了消费者的利益。

第二，企业并购引起市场的过度集中，可能导致企业间通过协议形成垄断。企业通过并购提高市场的集中度，从而使市场上有独立地位的企业越来越少。在少数企业共同占据很高的市场份额的条件下，他们为了实现垄断利益，很可能也很容易通过公开或者秘密的手段形成企业间的价格协议。竞争者之间这种协调行为会使竞争这只“看不见的手”失去其调节市场生产的作用，从而使市场失去优化资源配置的功能，形成垄断，损害消费者和其他竞争企业的利益。

第三，企业并购与联合限制竞争行为、滥用市场支配地位、行政垄断对市场竞争产生因果性的破坏作用。企业并购之后形成的巨型企业具备从事联合限制竞争、滥用市场支配地位、行政垄断等行为的优势，因而企业并购在一定条件下可能是联合限制竞争行为、滥用市场支配地位、行政垄断的前提。在这种情况下，从一定意义上说，企业并购对竞争的破坏作用几乎可以看作涉及到了反垄断法规制的所有内容。

第四，对于通过并购形成垄断的企业自身而言，虽然从短期来看其可能会获利，但是从长远来看，却可能成为一种“慢性毒药”，逐渐地削弱该企业的核心竞争力和实力。由于在该企业所在的市场中已经没有可以对其构成实质性威胁的竞争对手，其仅靠现有的技术就可以轻易地获取巨额利润，这种现状会使该企业不再愿意耗费巨额资金进行技术方

面的创新和经营管理方面的改革，从而造成技术发展停滞、生产率始终徘徊不前局面的出现，长此下去，企业的竞争力自然会逐渐被腐蚀。在这种状况下，一旦其他市场的潜在对手进入到该市场，该企业往往会很难招架。在全球经济一体化，竞争日益激烈，科学技术日新月异的今天，这种“慢性毒药”将显得更加具有危害性。

由此可见，尽管企业并购可以带来诸多的好处，但是企业在并购过程中会不可避免地对自由竞争产生不良影响，还可能因加速推动经济集中而导致垄断，从而破坏经济秩序，扭曲竞争机制，并损害消费者的利益，进而损害社会公共利益，甚至影响社会的稳定，以致可能最终断送企业自身的前途。因此各国设立的相关反垄断法律往往都会对企业的并购活动做出相关的规定。

三、各国对企业并购的反垄断规制

如果说禁止联合限制竞争、监督滥用市场优势地位、禁止行政垄断属于反垄断法的事后监督的话，那么控制企业合并就属于反垄断法的事先预防。鉴于企业并购可能引发的有害竞争和垄断等问题，世界各国的反垄断法无一例外地对企业并购实施了规制。下面将分别介绍几个国家的反垄断法对企业并购的相关规定。

（一）美国

美国是世界上最早制定反垄断法的国家，控制企业并购法律是美国反垄断法的一部分，其目的是防止经济力量过分集中于大企业或是大集团。从总体上看，美国对企业合并控制的法律非常复杂，基本上是由制定法和判例法两大部分组成的。制定法主要包括《谢尔曼法》第 1 条、《克莱顿法》第 7 条以及《联邦贸易委员会法》第 5 条。此外，司法部分别于 1968 年、1982 年、1984 年发布的《企业合并指南》，以及司法部和联邦贸易委员会于 1992 年联合发布的《企业横向合并指南》尽管不是法律，但也反映了美国关于企业合并控制的政策。由于制定法对企业

并购的控制一般规定得比较原则和抽象，因而就需要相关的判例进一步明确化和具体化。从美国反垄断司法实践来看，美国的企业并购控制政策经历了从严厉的结构主义逐步到相对宽松的行为主义的趋变，大致可分为20世纪80年代以前和以后两个时期。具体而言[①]：

第一时期：20世纪80年代以前。1890年的《谢尔曼法》第1条规定："任何契约、以托拉斯形式或其他形式的联合、共谋，用来限制州际间或与外国之间的贸易或商业，是非法的。任何人签订上述契约或从事上述联合或共谋，是严重犯罪。"该条款措辞严厉，似乎任何合同或者联合都得被禁止，在司法实践中该条也适用于对企业并购的监督。然而美国控制企业并购的典型规定其实是《克莱顿法》第7条，它扩大了《谢尔曼法》的适用范围，从仅适用收购股份扩大到也适用于收购资产的并购行为，还把适用标准从对竞争产生实质损害降低到"可能实质性减少竞争或者产生垄断"。该条规定在表述上使用了"可能"一词，其目的在于事先预防合并的出现，所以被称为"早期原则"。早期美国反托拉斯机关和法院在判定合并控制的标准时，采用的是结构主义的原则，该原则属于量化的尺度，认为市场结构对市场正常运行有决定性的影响，因此市场结构应保持在有效竞争的范围内，垄断状态如果超过了理想的结构标准时即为违法。例如美国颁布的第一个企业并购准则即以"四个企业集中度"为判定标准，通过相加四个最大企业在市场上的份额来进行判断，如果一个相关市场中的四家企业份额之和达到了70%，那么这样的市场就被认为是高度集中，任何的并购都将不被允许；而如果四个最大企业的市场份额之和比较小，那么即使包括占有较大份额的企业在内的并购也是合法的。但是由于《克莱顿法》规定的控制标准是实质性减少竞争的可能性，采用的是"早期预防"的严格态度，因此在司法实践中，即使占有较小市场份额的企业并购也可能被看作是非法的。

第二时期：20世纪80年代以后。这个时期美国的反垄断政策逐步

---

① 马延军："浅谈美欧企业并购中的反垄断立法与实践"，载《昆明师范高等专科学校学报》2006年第3期。

转向较宽松的行为主义。行为主义认为，不能仅仅以企业对市场占有份额作为规制的标准，还应重点考虑占据市场支配地位的企业是否有滥用其支配力的行为。例如 1982 年《并购指南》在对并购继续适用结构主义政策的同时，引入赫芬达尔－赫希曼指数作为判断市场集中度以及并购能否引起垄断状态的标准，注重以具体的市场事实为依据，从是否限制竞争的角度对企业并购进行区分，细化了市场集中度的判断标准。美国司法实践中，法院也倾向于认为判定是否违法重要的不是市场份额，而是维持市场份额的能力。

（二）德国

反垄断在德国同样也成为企业并购立法的核心任务，对企业兼并的法律控制主要是通过德国《反对限制竞争法》来进行的。这部法律自 1957 年颁布以来，先后经过了 1966 年、1973 年、1976 年、1980 年和 1989 年 5 次修改，迄今已经成为德国企业兼并领域的基本法。1957 年颁布的《反对限制竞争法》非但没有对企业并购进行控制的规定，立法者反而还出台其他各类法律对企业并购予以支持；直到 1973 年的那次修订，才较为系统地规定了企业并购的概念、对并购进行干预的规模标准、控制的程序、对受害人的法律救济以及例外情况等；1976 年的修订将报界企业的并购控制标准进一步严格化；1980 年的修订扩大了企业并购前的通知要求，缩小了并购小企业的豁免范围和标准，全面强化了对企业并购的控制；1989 年的最新修订在企业并购控制方面基本上未作重大改动。此外，对企业兼并进行规定的还有《联邦德国股份公司法》第 339－358 条和《德国关于有限责任公司从公司资金中增加资本和合并的法律》第 19－35 条。总体上可以从以下几个方面来看①：

关于企业并购的概念，德国《反对限制竞争法》以具体列举加概括性兜底条款相结合的方式对企业并购的概念做了规定，可见与美国相比，德国法在企业并购概念的范围上更为广泛。

---

① 段晓娟："德国企业兼并法律制度及其对我国的启示"，载《国际贸易问题》1998 年第 11 期。

关于企业并购的控制程序，德国法律规定，控制企业并购的主要执行机构是联邦卡特尔局，它被授予了禁止并购的权力。但在实践中，联邦卡特尔局不可能及时地掌握全国各地企业并购的情况。因此，为了便于联邦卡特尔局对企业并购的管理，《反对限制竞争法》规定了企业并购的两种报告义务，其一是并购后应履行的报告义务，即如果已完成的并购会对竞争产生重大影响，则必须及时通知联邦卡特尔局。对于事后报告的企业并购，在其登记后的一年内联邦卡特尔局都有权认定其违法而予以禁止。由于违反卡特尔局禁令的行为是无效的，所并购企业必须解散，或者出让其部分财产，或者分成几个企业。其二是并购的事先通知义务，即对于在筹划中的并购，应该事先向联邦卡特尔局申报，除非符合法律规定的强制性申报情形，一般情况下这种事先申报都是任意性的。规定并购的事先通知义务是为了使参与并购的企业尽早知道卡特尔局对并购的态度，以尽快消灭经济活动中的不稳定状态，避免并购发生后被禁止而造成的损失。此外，为保护当事人的合法利益，德国法律还规定对联邦卡特尔局的决定不服时，当事人有权采用法律救济手段，主要有两种：一是向联邦卡特尔局所在地柏林的高级州法院提出上诉，请求再审；二是向联邦经济部长申请特许批准，但一般只有在企业并购对整个经济带来的好处大于其对竞争的妨害，或者从重大的公共利益考虑需要此种并购时，才可能得到批准。

关于企业并购控制的实体标准，德国法律《反对限制竞争法》的第24条也作出了详细规定：企业并购如果完全有可能形成或加强某种市场支配地位，联邦卡特尔局则有权行使权力，对尚在筹划中的并购予以禁止，或对已经完成的并购予以撤销，除非参加兼并的企业能够证明，该项兼并将有助于改善竞争环境，而且这种改善完全可以超过由于其对市场的控制而造成的不利影响。这一标准实际上是一个推断标准，它既不要求企业在并购前就具备市场独占地位，也不要求并购企业在事实上已经滥用了通过并购取得的市场支配地位，而是根据反垄断法“早期预防”的原则，只要从并购企业所取得的市场地位推断出并购可能会产生

限制竞争的影响，联邦卡特尔局就可以对并购加以禁止。

（三）《中华人民共和国反垄断法》对经营者集中的相关规定

一般来说，一国关于企业并购中的反垄断问题的规定往往都体现了该国自身的利益。西方国家关于企业并购的反垄断规制对我国的重要启示是，不能因为反垄断而影响本国企业参与激烈的国际竞争。相反，应该通过对企业并购的适当规制来提升我国企业的国际竞争力。从我国的市场运行情况以及企业并购自身的特性来看，我们也不难发现，我国目前的问题不是企业并购引起了垄断或是垄断成为国民经济进一步发展的阻力，相反，而是我国企业之间的并购还需要继续发展。所以我国反垄断法对企业并购的规制应该充分地体现灵活性和宽松性，这样才能够更加合理地规制我国企业的并购行为，从而既有利于我国企业竞争力的培养，又有利于市场经济的健康运行。

《中华人民共和国反垄断法》（以下简称《反垄断法》）在千呼万唤之后终于于2007年8月1日正式施行。该法对经营者集中的相关规定实际上就是对企业并购的规定。根据我国《反垄断法》第20条的规定，经营者集中是指下列情形：经营者合并；经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。

我国《反垄断法》对经营者集中采取的是强制性事前申报制度，第21条规定："经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。"对于达到标准却不进行申报的并购，依法可以强令停止、恢复原状或科以罚款。同时还规定了强制性事前申报制度的两种例外情形——其一是参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者50%以上有表决权的股份或者资产；其二是参与集中的每个经营者50%以上有表决权的股份或者资产被同一个未参与集中的经营者拥有。

关于审查标准，我国《反垄断法》第28条规定："经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构应当作出

禁止经营者集中的决定。但是，经营者能够证明该集中对竞争产生的有利影响明显大于不利影响，或者符合社会公共利益的，国务院反垄断执法机构可以作出对经营者集中不予禁止的决定。”通过这一规定可以看出，我国对企业并购反垄断规制的审查标准放弃了仅仅以市场集中度或者是垄断地位确认违法的传统做法，因而更加具有合理性。这一规定可以说是一个综合的概括性规定，在具体的参考因素方面，我国《反垄断法》第27条列举了6项，具体包括：参与集中的经营者在相关市场的市场份额及其对市场的控制力；相关市场的市场集中度；经营者集中对市场进入、技术进步的影响；经营者集中对消费者和其他有关经营者的影响；经营者集中对国民经济发展的影响；以及国务院反垄断执法机构认为应当考虑的影响市场竞争的其他因素。

相对于垄断协议和滥用垄断地位，我国的反垄断执法机构在经营者集中事项上的权限很大，其不仅可以直接做出禁止或不予禁止的决定，也可以要求附加条件，还可以责令恢复原状。对于反垄断执法机构做出的禁止或不予禁止的决定以及附加条件的决定不服的，必须先申请行政复议，对于行政复议决定仍然不服的，才可以提起行政诉讼。在具体救济措施方面，我国《反垄断法》第48条规定：“经营者违反本法规定实施集中的，由国务院反垄断执法机构责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态，可以处五十万元以下的罚款。”不过此规定显得有些笼统，在遇到实际情况的时候可能会存在一些问题。

四、对企业并购进行反垄断规制的除外情形

除外情形又称豁免，是指法律规定在某些特殊情况下，对本属于法律规制的行为不予追究其责任的情形。纵观世界各国对企业并购反垄断

法规制的豁免规定，可以发现其中有一些方面是得到普遍认可的，包括①：

（一）企业并购所产生的效率收益大大超过其对市场造成的负面影响

尽管企业之间的并购可能带来一定的负面效应，但是不可否认企业并购也会为相关市场或者社会带来一定的积极效应，在这种情况下就需要对其中的利弊得失进行比较了。如果企业之间的并购能够从根本上提高参与企业在技术方面、经济方面或者组织方面的效率，那就说明这种并购的存在具有合理的价值，对社会经济的发展具有重要的促进作用，而且这类并购活动对相关市场和整个社会所带来的消极影响也是比较小的，那么对于这类并购活动就可以考虑予以认可。这种并购常见于中小企业之间的合并，中小企业在市场竞争中一般处于弱势地位，如果中小企业之间的并购是为了增强其竞争力，遏制严重的“大鱼吃小鱼”的现象，改善市场的竞争环境，提高企业效率，并且没有实质性地损害竞争，那么基本上都是反垄断法所允许的。以美国为例，20 世纪 80 年代以来，美国当局就对效率收益豁免不断进行完善，在 1997 年更是出台政策，明确要求反托拉斯机关对于那些效率收益大大超过负面影响的企业并购应该予以批准。不过出于谨慎考虑，为了防止并购企业任意滥用此豁免钻法律漏洞，反托拉斯机关可以对此豁免进行否定。

（二）破产原则

破产原则也就是以并购代替破产。如果一家大型企业濒临破产，那么其可以与另一家企业进行并购，即使这种并购会造成企业的市场控制力提高，也不会受到反垄断法的规制。破产原则的基本考虑是，与其让一家企业破产，让该企业所拥有的全部资产在市场上流失，同时该企业的员工还将面临失业，进而可能引发诸多社会问题，还不如让其通过收购方式继续发展经营下去，从而既能防止资源的浪费，又能保护市场的

① 许海峰：《外资并购》，人民法院出版社，2005 年版，第 301 - 302 页。

稳定的竞争状态，这样同时还可以减少因企业破产而引发的员工失业、技术流失等许多社会问题。从宏观角度来看，允许收购濒临破产的企业对于整个企业，甚至是对于相关市场而言，都是利大于弊的，所以说破产原则是多方面利弊权衡选择的结果。以美国为例，其《企业合并指南》中详细阐述了允许收购破产企业的原因以及条件等，并明确表示对于这种并购行为应该予以支持和鼓励。而我国在实践中也屡屡出台“以并购代替破产”的相关政策。

（三）其他原则

其他的对企业并购可以予以反垄断法豁免的情况主要表现在有利于增强国际竞争力以及有利于整体经济利益和社会公益等方面。因为对外的竞争可能需要内部联合起来产生适度的垄断，而整体的经济利益和社会公共利益更是反垄断法甚至所有法律追求的终极目标之一。以德国为例，德国《反对限制竞争法》明确将改善市场的竞争条件和整体经济与社会公共利益作为对企业并购豁免的适用情形。改善市场的竞争条件是指如果参与并购的企业能够证明并购可以改善市场的竞争条件，并且改善竞争的有利条件超过了限制竞争的不利条件，则联邦卡特尔局不得禁止该并购；整体经济与社会公共利益是指如果并购对整体经济的好处超过了限制竞争的坏处，或者并购有着显著的社会公共利益，并且这种限制竞争也没有达到严重损害竞争或者危及市场经济秩序的程度，就可以批准这些被卡特尔局禁止的企业并购，这一点其实与上述第一点除外情形类似，不过更加注重从社会整体的宏观角度来考量并购所带来的影响。另外，随着市场一体化的不断加强，德国卡特尔局越来越重视德国企业在国际市场上的竞争力，因而在实践中还把增强国际竞争力作为企业并购可以得到豁免的理由。

第二节　企业并购中的无形资产问题

企业并购中的一个重要的环节就是资产的评估和处置。然而在资产

评估和处置中，并购双方往往只重视实物形态的资产，工业产权和其他无形资产常常被忽略。其实被并购企业的无形资产和企业的其他资产一样，在并购的情况下需要转移到并购企业的手中。虽然无形资产不具有实物形态，但它们作为企业资产的一部分对企业有很大的价值，而且近些年来，很多企业之间的并购都是以被并购企业的无形资产为并购目标的，而被并购企业的无形资产的价值有时候很可能大大超过其有形资产的价值。以 1987 年美国罗伯特公司以 250 亿美元收购纳比斯科公司为例，当时纳比斯科公司库存产品价值仅 10 亿美元，以如此大的代价收购的真正原因是纳比科斯拥有云斯顿和骆驼牌香烟以及迪尔蒙蒂牌罐头等名牌产品，这些名牌的价值大大超过了其有形资产的价值。由此可见，企业在并购过程中尤其要注意对无形资产的评估和处置。

一、无形资产概述

（一）无形资产的含义和特点

无形资产的本质就是“无形”，虽然其看不见也摸不着，但是其对一个企业的发展而言却至关重要，甚至可以决定一个企业的生死存亡。无形资产这一概念是随着我国改革开放的深入发展而引入我国的。1992 年 11 月 30 日实施的《企业财务通则》第一次以官方文件的形式给无形资产下了一个定义，其认为无形资产是指企业长期使用但是没有实物形态的资产。不过这一定义并没有反映出无形资产究竟是怎样给企业带来经济效益，因而这一定义其实是不够全面的。下面我们不妨从无形资产的特点入手进行分析，以便于对无形资产的含义有一个更全面、更深入的了解。

无形资产的形成往往需要投入大量的人力和财力，而且其形成是一个漫长的积累过程，因而无形资产往往具有高投入性和积累性；部分无形资产的技术含量比较高，因而具有一定的创造性，可以反复使用；无形资产一旦可以成功投入使用，常常可以给企业带来相当可观的利润，

然而如果对无形资产的投资失败，那么就可能要面临血本无归的风险，可见，无形资产还具有高利润和高风险性。

（二）无形资产的分类

企业并购中涉及到的无形资产一般主要包括专利权、特许经营权、商标权、专有技术、土地使用权和商誉。下面一一进行介绍：

专利权是指政府部门按法律规定批准给予发明者的某种专门的特殊权利，专利持有人在一定时期内享有该项发明的独占权，任何需要该项发明的机构或个人必须征得专利持有人的同意并要支付专利转让费或者使用费方可以使用该专利。对于目标企业的专利权，并购企业首先要确定它的价值、新颖性程度和剩余时间等，然后根据企业的经营方向和发展战略决定保留还是转让。一般来说考虑的因素还包括：在该专利保护范围的周边取得一项新专利权的难易程度；在不侵犯该专利权的前提下竞争对手在多大程度上也能够研发取得并行使相关的专利权；如果有相似产品销售到同一市场上，该专利是否很容易就失去价值等。

特许经营权，又称专营权，企业可以凭此权利获得超额利润。由于企业控制权的变动，并购企业或并购后的新企业必须经过原授权人的同意才可以继续拥有此项权利。在授权人同意的基础上，并购后的企业可以视其是否与企业经营方向一致进行处理，与经营方向不一致的，可以停止使用。即使经营方向一致，还需要考虑特许经营成本，特许经营收益大于经营成本一定比例的方可以考虑保留。

商标权是指目标企业拥有的产品或服务的名称、图形等商标，经登记后成为注册商标，为目标企业所独享。商标权具有垄断性和时间性，但期满后可申请延续使用，因此也可以说是无限期的。商标权在一定程度上起到维护企业使用商标的作用，能给企业带来经济效益。对于并购企业而言，其需要评估目标企业的商标形象与价值，以决定在企业并购后目标企业原商标的可利用程度，进而决定商标使用的策略。并购企业还可以根据商标在消费者心目中的形象、地位以及该商标产品或服务的市场占有率等因素考虑是否延用，不用的可注销。

专有技术是企业没有申请专利的先进或特有的、不为外界所知的工艺技术、设计方案等。由于其具有特有的价值，且往往不需要支付额外的维持费用，只要其不泄露，大多数并购企业对该项无形资产均予以保留，而如确与企业发展战略无关的，也可以到技术市场上转让从而获益。

土地使用权。在西方国家，企业所拥有的土地，一般划归固定资产。在我国，企业只拥有土地使用权，列为无形资产，它体现为企业可以在一定期限内使用土地的法定权利。对于目标企业的土地使用权，可以在考虑并购后企业的发展战略所需要的土地使用量、土地所处地理位置、土地的增值潜力等因素的前提下，决定保留还是转让该土地使用权。但需要注意的是，能作为无形资产的土地使用权，仅指企业为自己建造办公用房、职工宿舍等而支付的土地出让金或转让金。至于为房地产开发而获得的土地使用权所支付的土地出让金或转让金，应作为生产费用列入开发成本，不得作为企业的无形资产。

商誉是企业经过相当长时间的发展而在潜移默化中所积累起来的无形资产，是企业赚取超额利润的能力。与其他几种无形资产相比，商誉的具体价值具有不可确定性，尽管如此，鉴于商誉在无形之中对潜在客户的强大号召力和对企业迅速扩张的重要影响力，并购企业在进行并购规划的过程中仍需要考虑目标企业的商誉，并尽量以概括的、准量化的方式来评估其价值。

二、企业并购中无形资产的评估和处置问题

（一）对各类无形资产的评估与处置

1. 无形资产的评估

无形资产的评估，是指经国家认定资格的资产评估机构根据特定的评估目的和评估对象的特点，遵循一定的原则和程序，采用适当的评估方法对无形资产进行价值评定和估算的一种社会经济活动。企业并购中的无形资产评估属于特定目的下的资产评估。企业并购中无形资产的评

估具有以下特点：第一，市场性。因为无形资产的评估要以市场需求为基础，考虑技术竞争风险、名牌效应与垄断等诸多特殊的市场因素；第二，模拟性。因为市场变幻莫测，而且无形资产的价值中有许多难以准确测算的因素，所以导致评估机构根据客观规定性进行计算得出的模拟价格与经过市场验证后的真实价格会有绝对的误差。

企业并购中对无形资产进行评估时需要考虑的因素包括：无形资产的成本；无形资产应用后创造的效应；现有无形资产的寿命期限；无形资产的发展前景；同行业无形资产的计价标准和根据；无形资产的转让次数；无形资产的价款支付方式以及其供求变动趋势等。只有对这些因素进行全面的考察和研究，才能对无形资产的价值进行准确的估计，从而得出尽量接近无形资产真实价格的结果。

按照国际惯例，无形资产的评估方法一般包括成本法、市场法和收益法。企业并购中无形资产的评估是指以无形资产作为投资手段或者转让对象时对其进行的评估。由于此时的无形资产不是作为单项生产要素，而是作为一种获得利润的能力来进行评估，因而一般适用收益法进行评估。①

2. 无形资产的处置

企业并购中涉及到无形资产的一般包括两种情况：一种是作为投资，即用无形资产作为投资去并购其他企业或者对其他企业实行控股，也就是以无形资产盘活有形资产；还有一种是转让买卖，即经营状况不好的企业在被并购的同时将其无形资产一同转让给并购企业。无论是哪种情况，都会使并购双方企业面临无形资产的处置问题，结合法律规定和国际惯例，一般依下列情况分别进行处理②：

其一，首先要明确权利的所有者，即对于那些依法应划归公司原股东的无形资产，应该无条件划归原股东。

---

① 张福至："企业并购中无形资产评估有关问题探讨"，载《技术经济与管理研究》2001 年第 2 期。

② 黄建文："公司并购中无形资产处置的法律问题"，载《学术界》2006 年第 5 期。

其二，被并购原先的经营管理模式以及人力资源都是不可忽视的重要无形资产，如果并购企业在实施并购行为支付相应对价以后，只是向被并购企业注入资金和技术，而被并购企业仍然几乎按照并购前的经营管理模式经营且职工队伍也没有变动，那么并购企业应该向被并购企业支付这部分无形资产的价值。不过这里有例外，就是如果这种延续导致公司效益下降的话，那么被并购企业的股东则应返还并购企业先前支付的该笔无形资产的价值，因为该无形资产并没有给企业带来相应收益。不过实践当中这一例外很难举证，因为公司效益的下降往往都是由多种因素综合造成的，很难单独剥离出一个原因。

其三，特许经营权在并购时的评估过程中应予以考虑。并购后的企业如果自身各方面条件仍符合企业并购以前所取得的特许经营权等权利或资质的要求，并且特许方或者政府授权部门也同意不取消许可或者授权时，并购企业则需要支付这部分无形资产的价值，这部分价值可以按照其取得成本和可获得收益等进行综合评估。但是如果并购后的企业各方面条件不符合取得相关特许权利或者资质的要求，抑或是特许方、授权方取消了相关许可或授权，抑或是从社会公共利益的角度来看，并购后的企业不应该享有该特许或授权时，并购企业则不需要支付这部分无形资产的价值。

其四，并购协议中需要对可能涉及到的商业秘密做出保密和相关方禁止使用的严格约定，并且还应对违约赔偿进行具体明确的约定，对于赔偿损失的计算方法和数额可以参考该商业秘密的评估价值以及可能给相关利益方带来的损失。

其五，有些并购企业在并购之后会对无形资产采取闲置的方式，一段时间后这些无形资产就可能会因为时效等各种原因而消失，之所以会这样是因为这些并购企业可能并购之初就怀有某些恶意，而不是为了实现常规情况下并购的目的。在这种情况下，可以在并购协议中对并购后无形资产的使用和处分做出具体约定以便对这种情况加以阻挠，例如约定一旦并购企业违约，则可以要求其承担惩罚性赔偿的责任或者被并购

企业股东可以无偿收回该闲置无形资产等。

其六，针对漏评或者错评无形资产的情况，可以依照不当得利或者过错原则来处理。如果无形资产的评估过高，而并购企业已经按约定支付了相关价款的情况下，一旦经权威部门重新测定证明无形资产的评估价格过高，那么并购企业可以根据过错原则要求被并购企业或者评估机构承担返还和赔偿的责任。另外，如果出现了漏评无形资产的情况，那么只要并购企业接受了该无形资产并实际使用和收益，那么依照不当得利原则并购企业就仍需要支付该漏评的无形资产的价值。

其七，还有一点必须注意的是，并购发生后一般会涉及到无形资产权利主体的变更，此时必须到各有关政府部门办理相应的批准和变更手续。只有程序上履行了相应的义务，才能避免日后纠纷的发生或者在纠纷发生后尽可能地保护好自己的合法权益。

（二）无形资产的评估和处置过程中存在的风险

并购活动中无形资产的处置也不可避免地存在各种各样的风险，因而必须对其中可能存在的风险进行全面充分的评估，加强无形资产处置的风险防范，才能防止因无形资产处置环节不利而使并购达不到预期的效果。一般来说，企业并购中无形资产的处置主要存在两方面的风险，即法律风险和价值风险。

1. 法律风险

第一，法律风险表现在被并购企业是否对其公司的无形资产拥有合法的所有权。例如有的情况下企业的无形资产可能属于企业员工甚至是其他竞争对手等第三方，这种情况下由于无形资产的产权界定不清，因而在并购之后可能会给并购后的企业带来很大的麻烦。在第三方无从联系或者其他情况而导致产权的界定非常困难时，必然会增加并购的额外成本。并购企业希望通过并购带来效益，而不是带来一场诉讼或是纠纷。

第二，法律风险表现在被并购企业的无形资产是否仍然合法有效。例如如果企业所拥有的商业秘密是通过侵权方式获得的，那么该商业秘密将不会受到法律的保护，因而其也就不应列入企业的整体无形资产之中进行评估。

再例如，我国法律对知识产权的保护都规定了明确的时间限制，发明专利的保护时间为20年，实用新型专利的保护时间为10年，外观设计的保护时间也是10年，专利一旦超过法律规定的保护时间即进入公共领域，因而此后的专利权的价值应该从企业整体无形资产的评估价值中扣除。另外，商标权的保护时间是10年，如果期限届满不申请续展，那么企业也将丧失对该商标的专有使用权，其相应的价值也应予以扣除。

第三，法律风险表现在被并购企业的无形资产是否存在抵押给他人的情况，以及是否存在许可他人使用的情况。如果该无形资产已经抵押给他人或者许可他人使用，那么很可能导致该无形资产的价值大打折扣甚至一文不值。

第四，法律风险还表现在被并购企业的无形资产是否存在被侵权的情况，以及对该侵权的追诉是否已经超过诉讼时效。因为无形资产的使用可能会带来超额利润，所以其一旦出现侵权情况，如果不及时加以制止，往往会给并购后的企业造成比较严重的损失。

2. 价值风险

无形资产因为具有创新性，可以反复使用，可以通过市场给企业带来利润而具备了价值。一旦无形资产的这种价值性在并购之后体现的不够显著甚至是丧失时，那么这必然不是并购企业所期望的结果。因而在并购过程中，需要对无形资产可能带来的收益进行科学的评估，考虑该无形资产是否具有市场竞争力，该市场竞争力所可能持续的时间，相关市场上的竞争激烈程度，相关市场的供需情况等因素。

第三节　企业并购与员工问题

企业并购与员工问题主要体现在两方面，一方面是企业并购后部分员工的安置问题，另一方面则是企业并购后的员工流失给企业带来的问题。

一、员工安置问题

（一）必要性分析

从理论上看，企业并购与员工安置本来是两个互不相干的问题——企业并购本来是纯粹的投资交易行为，并购后的企业本没有义务额外承担员工安置的义务，然而从实践上看，如果在并购过程中不妥善处理好员工的安置问题，可能会给社会的发展和稳定带来严重的负面影响。例如，美华银行与大通银行合并使得7.5万名雇员中的1.2万人面临失业威胁；美国第一商业银行兼并第一州际银行要裁员6000人。这些都给本已失业情况严重的西方社会以沉重打击，引发工会的激烈抗争，不利于社会的稳定。① 由此可见，妥善处理企业并购后的员工安置问题是十分必要的。

另外，在现代市场经济体制下，企业一旦被并购，就需要与企业员工建立现代民商法上的雇佣关系，从而按照法律的规定和劳动合同的约定，支付劳动报酬和一定范围内的保险金等。如果企业因为并购原因而需要提前解除劳动合同，则应当按照法律的规定和劳动合同的约定对劳动者进行补偿。这些问题如果处理不当，就会使政府和社会都背上包袱，也会在一定程度上影响企业并购的效果。

（二）员工安置问题的解决

青岛国棉十厂并购案是成功解决企业员工安置问题的一个典型案例。由于中方企业并购出让方案制定的十分详细，谈判立场也十分坚定，故外方接受了中方在人事安排方面的意见。在并购后的合资企业中，外方不仅负责解决原企业的员工就业和安置问题，而且对原有企业的退休人员全盘接受。退休员工和在职员工都比较满意，没有给企业和社会造成不良影响，可以说，该并购案例在总体上实现了“双赢”的效应。那

① 周家雷：“试论当代西方的企业并购”，载《社会科学家》1997年第5期。

么，在企业并购过程中究竟该如何解决员工的安置问题呢?

1. 原则上由并购企业整体负责员工的安置问题

1989年《关于企业兼并的暂行办法》第9条规定:“在目前社会保险制度还不健全的条件下，被兼并企业的职工，包括固定工、合同工和离、退休职工，原则上由兼并企业接收，在确定资产转让价格时要考虑这一因素。同时，要积极创造条件，推进社会保险制度的配套改革，逐步过渡到由社会吸收、消化……”根据我国一系列相关政策法规的规定可以发现，实际上我国对于企业并购过程中被并购企业的员工，原则上都要求并购企业整体予以接受。之所以这么规定，是因为我国人口众多，就业压力十分大，因而不能以牺牲企业员工的利益作为推进并购、发展经济的代价。但在尊重既有劳动合同关系的基础上，也可以给予并购企业以一定的协商空间。例如，如果并购导致劳动合同订立时所依据的客观情况发生重大变化，而使原劳动合同无法继续履行时，并购后的企业可以解除劳动合同，但应对员工予以一定的经济补偿。因为在并购实践中，并购企业出于提高生产和管理效率的目的，一般不愿意整体接受被并购企业的员工，如果法律一味强制规定并购企业必须整体接受被并购企业的员工，并购也往往无法顺利进行。

2. 规定安置员工的税收减免优惠以及并购价格的抵扣优惠

要想实现并购企业原则上整体接受被并购企业的员工，往往需要被收购方企业或政府做出一定的让步。一方面可以从税收方面实行减免政策，以外资并购我国企业为例，为了鼓励外资安置被并购企业员工，《关于企业改制重组若干契税政策的通知》中规定，买受人妥善安置原企业全部职工，其中与原企业30%以上职工签订服务年限不少于3年的劳动用工合同的，对其承受所购企业的土地、房屋权属，减半征收契税，全部安置原企业职工的，免契税。另一方面还可以规定用安置员工的费用来抵扣并购价格，《关于规范国有企业改制工作的意见》中规定，转让价格以评估结果作为基础，同时要考虑职工安置因素。一些地方政府也开始把员工的安置问题与并购的价格一并进行考虑，以上海市《关于

外资并购本市国有企业的若干意见》第9条为例，其规定，凡外资并购本市国有企业并安置其职工的，可以从交易价格中抵扣安置富余职工补偿费等。这些政策和规定对于解决企业并购中的员工安置问题以及促进企业并购都具有积极的作用。①

3. 向被辞退的员工支付经济补偿金

在很多时候，并购企业都需要辞退被并购企业的一部分或者更多的员工，在这种情况下就一定要解决好被辞退员工的经济补偿金问题。对于经济补偿金的发放标准可以参照《中华人民共和国劳动合同法》（以下简称《劳动合同法》）关于经济补偿的规定。《劳动合同法》第47条的规定："经济补偿按劳动者在本单位工作的年限，每满一年支付一个月工资的标准向劳动者支付。六个月以上不满一年的，按一年计算；不满六个月的，向劳动者支付半个月工资的经济补偿。劳动者月工资高于用人单位所在直辖市、设区的市级人民政府公布的本地区上年度职工月平均工资三倍的，向其支付经济补偿的标准按职工月平均工资三倍的数额支付，向其支付经济补偿的年限最高不超过十二年。本条所称月工资是指劳动者在劳动合同解除或者终止前十二个月的平均工资。"总之，要确保企业对相关员工的经济补偿要及时到位，不能任意拖欠和减免。

4. 遵循员工安置的法定程序

关于并购后企业员工安置过程中遇到裁减人员的情况，其法定程序可以参考《劳动合同法》中有关裁减或者解除劳动合同情况的相关规定。根据《劳动合同法》第40条的规定，对于劳动合同订立时所依据的客观情况发生重大变化，致使劳动合同无法履行，经用人单位与劳动者协商，未能就变更劳动合同内容达成协议的，用人单位需要提前30日以书面形式通知企业员工本人或者额外支付员工1个月工资后，方可解除劳动合同。

对于经济性裁员，可以根据《劳动合同法》第41条的规定，当并

---

① 吴伟央、贺亮、郎智源：《跨国公司并购法律实务》，法律出版社，2007年版，第181－182页。

购后的企业发生依照企业破产法规定进行重整的；生产经营发生严重困难的；企业转产、重大技术革新或者经营方式调整，经变更劳动合同后，仍需裁减人员的；其他因劳动合同订立时所依据的客观经济情况发生重大变化，致使劳动合同无法履行的情况时，企业如果需要裁减人员 20 人以上或者裁减不足 20 人但是占企业员工总数 10% 以上的，并购后的企业应当提前 30 日向工会或者全体员工说明情况，听取工会或者员工的意见以后，把裁减人员的方案向劳动行政部门报告以后，才可以裁减员工。而且，在裁减员工时应当优先留用下列人员：一是与本单位订立较长期限的固定期限劳动合同的；二是与本单位订立无固定期限劳动合同的；三是家庭无其他就业人员，有需要扶养的老人或者未成年人的。另外还规定了企业依照本条规定裁减员工的，如果在 6 个月内重新招用员工，那么应当通知被裁减的员工，并且在同等条件下被裁减的人员应当被优先招用。

而对于那些需要续转劳动关系的员工，则应当依照《劳动合同法》第 10 条的规定，在并购后的企业和原企业员工平等自愿、协商一致的基础上签订书面劳动合同。

另外，出于社会稳定的考虑，对于因企业并购所涉及的产权的重大变更、企业经营方向的变更、员工劳动报酬和社会保险费的清欠或缴纳、离退休职工相关待遇的变更以及裁减员工和安置方案等，被并购企业和并购后的企业都必须及时进行公布，广泛听取员工的意见，通过这种公示公开程序确保企业员工的知情权。

二、员工流失问题

并购活动的动荡性和人们普遍不安的心理，是造成企业并购后员工大量流失的最主要原因。一方面，由于并购活动导致企业内外的环境不稳定，员工在并购过程中往往会出现消极情绪和抵触心理；另一方面，由于并购前的宣传和沟通工作不够，员工与管理层、管理层与决策层之

间很容易出现理解上的误差，这些都使本来就很复杂的并购工作更加棘手。企业中的一些关键人物，比如高级管理人员、技术能手等，可能会无法忍受这种动荡带来的不稳定、不确定、不安全和过大的压力，抑或是对新企业和新政策没有信心，便会选择自动离职，这便导致了并购过程中的员工流失问题。

以 1987 年台湾宏基公司收购美国康点公司为例，1987 年宏基公司以 2 亿新台币的价格，收购生产微型电脑的康点公司，借以取得迷你电脑研制开发和生产的技术。在此之前，宏基公司曾收购美国 Sonteck 公司，这使得宏基公司比其他国内电脑公司早一年到半年熟悉 32 位系统环境，进而确定了宏基公司在个人电脑技术方面领先一步。这次的成功经验使得宏基公司认为并购是技术转移的特效药。然而此次并购之后，由于管理上的问题，康点公司研究人员流失，造成康点公司实力日渐衰弱，加上康点公司争取大订单失利，内忧外患使得康点公司的经营情况每况愈下，3 年的累计亏损高达 5 亿美元，其中损失的一部分就是来自于人员的资遣费用等相关费用的支出。到了 1989 年 6 月，宏基公司只好撤资，将康点公司与宏基科技公司合并，成立了宏基美国分公司，简称美国宏基。①

台湾宏基收购美国康点，但却导致了康点公司竞争力趋弱，人员流失，订单下降，产品滞销。到底是什么原因造成收购结果与预期目标相差如此之大呢？其实，人员聘用是造成康点公司被收购后出现管理问题的真正原因所在。一个成功的企业必须能够聘用有能力的人并将这些人才安置于适当的岗位上。然而收购后的康点公司却发生了人才断层危机，管理人员和研究人员流失严重，在缺乏国际企业的管理人才时又无法派员工来填补这个缺口，因此才造成了亏损的局面。由此可见，并购后的员工流失问题也是一个不容忽视的问题，其在很大程度上关系着并购的预期目标能否达到，甚至关系着企业并购的成功与否。所以说做好并购

① 许海峰：《外资并购》，人民法院出版社，2005 年版，第 304－305 页。

后员工的安抚工作已经成为企业并购重组过程中的一个重要任务。

再以联想收购IBM案为例，联想以“蛇吞象”模式收购IBM，势必要面临IBM员工流失的风险。由于联想与IBM在经营管理和企业文化方面都存在着巨大的差异，而IBM的PC业务部门有近万名员工，他们分别来自160个国家和地区，如何来管理这些海外员工对于联想来说是一个巨大的挑战。联想此次收购IBM的PC业务部门，把关于IBM员工的条款也纳入了并购协议当中，可见联想希望借此保住IBM的PC业务部门中有经验的人才，尤其是IBM原一线销售经理。很显然，对于这些一线销售人才，联想只有给予他们比以前更为优厚的条件，方可能达到避免这些员工流失的目的，另外，在经营管理过程中还要提防惠普、戴尔等竞争对手乘机挖墙脚。

总之，在并购企业的职工安置问题上，为了降低企业并购可能引起的社会震荡，维护稳定的社会秩序，政府一般都会对并购活动进行或多或少的干预，要求收购方对被收购方的职工进行妥善安置。而企业并购双方在签订协议时往往也会将职工安置作为谈判的首要条件。对并购企业来说，被并购企业的亏损是有限的，但离退休工人的负担却是无限的，对那些没有技术、文化素质又不高的工人进行安置也的确是一个很大的负担。在这方面，政府应该重视人员分流安置，除了引导职工转变观念以及尽快形成一个完善的再就业培训体系外，还要大力扶持中小企业尤其是私营企业的发展，发挥这些企业在吸纳分流人员方面的作用；还要加快社会保障体系建设。另外，还要注意并购后的企业文化、管理和人力资源方面的整合，从而确保企业留住人才，避免因发生人才危机而使并购达不到预期的目标。

第四节　企业并购和中小股东合法权益的保护问题

企业并购的过程主要是并购企业与被并购企业的大股东进行接触和谈判的过程，而双方谈判的基础往往就是为了平衡各自的利益分配。在利益总量有限的情况下，很可能会发生侵犯其他中小股东合法权益的情况。

一、企业并购中对中小股东权益予以保护的重要性和必要性分析

（一）保护中小股东权益的重要性

股东权是股东基于其股东资格而享有的从公司获取经济利益并参与公司经营管理的权利。投资者因其出资设立股份公司或者购买依法成立的股份公司发行上市的股票而成为股份公司的股东，股份公司作为独立的法人对股东的全部出资及因此而形成的孳息享有法人财产权，股东无权再就其出资的财产直接进行占有、使用、处分和收益，而只享有分配公司利润和剩余财产的请求权，以及通过股东大会参与公司经营管理和监督控制的权利。所有这些权利都是基于股东资格而产生的，即所谓的股东权。股东是股份公司存在的基础，没有股东也就没有股份公司。股东的根本权益在于取得投资收益，而利益的实现却有赖于权利的保障。另一方面，在企业并购过程中注重保护中小股东的权益，实际上就是保护了广大投资者对上市企业的信心，因为投资者的长期信任显然比并购企业的短期获利要重要得多。

（二）保护中小股东权益的必要性

在企业并购过程中，之所以需要对中小股东的权益给予格外的重视

和保护是由中小股东的弱势地位所决定的。因为中小股东无论是相对于并购企业还是相对于被并购企业的大股东和经营者而言，都处于弱势地位。

1. 相对于被并购企业的大股东和经营者而言

首先，对于被并购企业的大股东而言，大股东掌握着公司大部分的股权，有较大的表决权和发言权，在信息获取等方面均有较大优势，故可能在公司收购中出现利用优势地位，为追求自身利益而实施损害中小股东利益的行为。

其次，被并购企业的经营者虽然不属于企业并购活动中的当事人，但是因其特殊地位而在企业并购过程中起着至关重要的作用。对于被并购企业的经营者而言，并购往往意味着其地位不保的可能，因而并购过程中被并购企业的经营者往往有着其独立的利益判断标准，而当其利益与中小股东的利益不一致的时候，就有以损害中小股东利益来实现其自身的利益的可能。相对于众多的中小股东，企业经营者不仅拥有强大的信息优势，而且还掌握着公司的经营管理大权，可以以公司名义对外行事，因而在其自身利益与公司以及股东的利益相冲突的情况下，难免会将其自身利益凌驾于公司以及股东的利益之上，例如其可能采取不合理的反并购措施以挫败对股东有利的并购，或者是与并购企业恶意串通，强迫股东接受不合理的并购条件。如此一来，将极大地损害中小股东的利益。

另外，就中小股东自身而言，由于股份公司股份高度分散化的特点，中小股东出于成本或者投机心理的考虑，怠于行使股东权益，使股东大会逐渐形式化。这样的结果是中小股东放弃通过股东大会支配和监督公司的权利，董事会权利日趋膨胀。如此一来，自然也会使中小股东的权益受到极大的损害。

2. 相对于并购企业而言

被并购企业中小股东相对于并购企业而言处于弱势主要体现在以下

几方面[①]：

首先，信息不对称导致被并购企业的中小股东相对于并购企业而言处于弱势。其一，被并购企业的中小股东往往都是个人，而并购企业与个人相比自然具有个人不可比拟的优势。例如并购企业一般都拥有雄厚的资金和各种专业人才，可以对所获取的这些信息进行详细的分析和评估，进而可以对目标企业的股票价值做出相对客观正确的评估，而被并购企业中小股东在信息的获取和分析方面显然常常会显得力不从心。其二，在对目标企业进行并购之前，并购企业往往都已经精心策划并且做了大量的前期工作，并通过各种渠道获得大量有价值的信息，然后再利用自己的专业优势对信息进行分析。相比之下，被并购企业的中小股东也不具备这样的优势，因而明显处于弱势。

其次，在处理并购事宜的时间方面，并购企业比被并购企业的中小股东有更长的时间准备、分析直至做出决定。为了防止被并购企业实施反并购，或者是其他的竞争者也参与竞购，并购企业往往都是暗中进行所有的并购策划活动和其他的前期准备工作，一般来说，这种策划活动和准备工作往往都会持续比较长的时间。在准备工作做好之后，并购企业一般都会以迅雷不及掩耳之势向目标企业突然发起并购，在这种情况下往往会使被并购企业的股东措手不及。再者，并购企业一般都会在收购要约中限定一定的时间和收购数量，采取先到者先收购的原则，这会给目标企业的股东以很大的压力。以双层收购为例，双层收购是公开要约收购的一种形式，其是指并购企业在收购要约中规定，首先以较高的价格收购目标企业一定比例的股份，这部分收购一般是以现金的方式支付，这就是第一层收购；而其余的股份则以比较低的价格收购，这部分收购一般是以一定比例的现金、并购企业的债券或者股份等混合方式进行支付，这就是第二层收购。在这种压力下，目标企业的股东往往没有足够的时间进行充分的考虑，便在匆忙的情况下做出决定。相比于并购

① 吴国萍、周世中：《企业并购与并购法》，山东人民出版社，2003 年版，第 213 - 215 页。

企业的长期筹谋策划和准备，被并购企业的股东自然在时间上也不占优势，而且还很可能会造成一些应得利益的损失。

第三，众多而分散的中小股东在与并购企业讨价还价过程中处于被动不利的地位。并购基本主要发生在股份公司中，而股份公司的股权往往比较分散，因而中小股东的数量往往比较多，在这种情况下，要想使这些分散的中小股东联合起来一致对抗并购企业，进行讨价还价，从而获得更高的溢价，实际上是有很大难度的。而从单个股东的角度来看，由于其会受到资金、时间和能力等方面条件的限制，再加上对成本和收益进行比较，往往不具备能力并且也不愿意投入过多去讨价还价。如此一来，最后的结果往往是所有的中小股东根本没有达成统一战线，而只能被动接受并购企业所提出的并购交易价格，即使这种价格可能并不合理。

二、中小股东权益保护的基本制度

通过上述分析可知，在企业并购过程中需要对中小股东的合法权益进行特别的保护。我国的《证券法》以及《上市公司收购管理办法》等一些法律法规都对中小股东的权益保护做出了相关的规定。以《上市公司收购管理办法》为例，该法把充分保护被并购企业的中小股东权益列为整个并购重组工作的前提与基础，从信息公开到规范控股股东的行为等多个方面，都强调了在并购重组过程中要平衡包括中小股东在内的各方利益，尤其是要在程序上保证所有投资者都得到公平的对待。这些将明显有助于改善被并购企业中的中小股东在企业并购过程中所处的劣势地位。借鉴我国及其他国家法律的相关规定，可以把对中小股东权益进行保护的基本制度概括为以下几个方面：

（一）股东平等制度

股东平等制度可以说是股东权保护的最根本的一项制度。这一制度几乎体现于公司法的所有领域，并且贯穿于股票发行以及交易的整个过

程。股东平等制度是指企业在基于股东资格而发生的一切法律关系中，不得在股东之间实行不合理的不平等待遇。在企业并购过程中是指在贯穿企业并购重组的整个过程中，被并购企业的所有股东，不管其所持有的股票占公司股份总额的比例大小，都应该得到平等公平的待遇。股东平等制度属于原则性规定，可以对处理有关中小股东权益保护的事项上起到原则性的指导作用，但是其在实践中还需要其他的相关具体规定互相配合，才能真正发挥保护被并购企业中小股东合法权益的作用。

（二）强制收购制度

强制收购制度实际上包括两层含义：其一是法律对收购期间所作的强行性规定；其二是法律对并购企业收购股票的强行性规定，也即狭义上的强制收购制度。

1. 强制收购期间制度

所谓强制收购期间制度，是指法律对企业收购者要约规定的收购最短期间所作的强行性限制，用以保证被收购公司的股东有充分的时间对收购者的要约条件进行考虑，从而使被并购企业的中小股东克服因时间上的劣势而丧失某些应得利益的可能性。我国《证券法》第90条第2款规定："收购要约约定的收购期限不得少于三十日，并不得超过六十日。"另外，《上市公司收购管理办法》第37条第1款也规定："收购要约约定的收购期限不得少于30日，并不得超过60日；但是出现竞争要约的除外。"

2. 强制收购制度

所谓强制收购制度，是指当某一持股者持股比例达到法定数额时，法律强制其向目标企业持有同类股票的全体股东发出公开收购要约的法律制度。对于收购者来说，这一制度属于法律强制附加的义务；而对于目标企业的股东来说，这一制度却属于一项权利，是否行使由其自己决定。

强制收购制度的理论依据是：在如今上市公司股权分布日益分散的情况下，持有一个上市公司30%或者35%股份的股东，基本上可以说已

经取得了该公司的实际控制权。该股东不仅可以依据公司章程自由地选派高级管理人员，对公司的日常经营和管理做出规定，而且还可以在市场上进一步购买该公司的股票以达到绝对控股地位。如此一来，中小股东就被剥夺了其本可能享有的权益，从而实际上处于被支配的地位。既然中小股东失去了经营管理方面的权利，那么从公平的角度来讲，这些中小股东至少应该享有将其股票以尽量合理的价格出售给大股东的权利。从另一个角度来讲，除了赋予中小股东以与大股东相同的高价出售股份的机会以外，强制收购制度还可以有效防止收购者凭借对目标企业的控制权而压迫中小股东的情况的发生，否则并购企业就有可能会利用双层收购等手段以较低的成本成功收购目标企业，这也将严重损害中小股东的利益。由此可见，无论从机会平等主义还是从实质平等主义的角度来看，要求持股30%或者35%以上的大股东作出强制性全面收购要约，是符合保护被并购企业中小股东权益的要求的。

以英国《伦敦城收购与兼并守则》第34条为例，该条规定，如果某人在一个时期内取得公司30%以上有表决权的股票，或者如果持有有表决权的股票30%－50%的人在12个月内又增购股票，以致其持有股票的百分比又增加2%以上，那么他必须向目标公司该类股票的所有股东发出收购要约。为了防止投资者在持股达到这一比例之前，就趁人不备偷偷买进，该守则还作了以下修订：7天之内购买某种股票达该种股票总额的15%以上，或者他在购买之前就已经达到了15%，则他在这7天之内的购股就必须通过向其余所有股东发出收购要约来进行。以上规定使小股东能够在掌握公开信息的情况下，以较高的价格将自己的股票售出，从而保护了其投资利益。①

我国《证券法》第88条和第96条也作了类似的规定，第88条第1款规定："通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时，

① 许海峰：《外资并购》，人民法院出版社，2005年版，第220页。

继续进行收购的，应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。”第 96 条第 1 款规定：“采取协议收购方式的，收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时，继续进行收购的，应当向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。但是，经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外。”另外，《上市公司收购管理办法》第 24 条也作出了类似的规定：“通过证券交易所的证券交易，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。”

（三）信息公开制度

信息公开制度也称为信息披露制度，是证券法的公开原则以及股东的基本权利之一知情权的具体表现，其指的是，企业尤其是上市公司必须以法定形式在指定的媒体上公开披露该企业依照法律规定必须披露的公司信息。所有披露的信息都必须是真实、准确、充分以及及时的，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。在企业并购过程中，这一制度在很大程度上会影响股东的判断和决策，进而会对被并购企业股东的权益产生很大的影响。

我国《证券法》的很多条款都体现了信息公开制度，例如第 3 章第 3 节的有关持续信息公开的规定，再例如第 86 条规定：“通过证券交易所的证券交易，投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五时，应当在该事实发生之日起三日内，向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的股份达到百分之五后，其所持该上市公司已发行的股份比例每增加或者减少百分之五，应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后二日内，不得再行买卖该上市公司的股票。”除此以外，《上市公司收购管理办法》第 13 条在信息披露方面也作出了类似

的相关规定，例如，当投资者在预计持有、控制一个上市公司已发行的股份超过5%时，就应当进行必要的信息披露。显然，这一规定将以前的事后披露改为事前披露，在披露的时间上大大提前了，这对于被并购企业的中小股东而言无疑是有利的。对于财务顾问在企业重组过程中的意见，包括对并购企业的实际履约能力的判断和收购要约的条件是否合理等方面也做了信息披露的要求，即要求这些报告都必须在媒体上予以公告，从而确保中小股东拥有充分的知情权。另外，《上市公司收购管理办法》第22条还对信息披露义务人的责任分担予以规定，其明确指出各信息披露义务人应当对信息披露文件中涉及其自身的信息承担责任；对信息披露文件中涉及的与多个信息披露义务人相关的信息，各信息披露义务人对相关部分承担连带责任。并且在法律责任部分还规定上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，如果存在未按规定履行公告义务或者公告中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会将会责令其改正，并采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施；而且在改正前，收购人对其持有或者实际支配的股份还不得行使表决权。这些强制性规定和监管措施在很大程度上确保了信息公开制度的贯彻实施，因而在确保中小股东知情权的同时，也必定会对保护中小股东的合法权益起到积极的作用。

（四）禁止欺诈和内幕交易制度

禁止欺诈和内幕交易是对被并购企业中小股东合法权益进行保护的重要制度。为了串通谋求利益的最大化，并购企业和目标企业的经营者或者是大股东很容易达成内部协议，从而损害广大中小股东的权益。由于公司董事会、经理和大股东是收购活动的内幕人，如果其利用掌握的内幕信息或将内幕信息泄漏给他人，提前在二级市场大量低价吸纳股东，尤其是毫不知情的中小股东的股份，然后在并购信息公布后股价大涨之时抛售获利，那么很多中小股东会因此而失去本应得到的好处，因而损害了广大中小股东的利益；而如果其利用所掌握的内幕消息或是凭借其控制地位进行欺诈以谋取利益，那么也同样会对处于弱势地位的中小股

东的权益造成严重损害。可以说，由于欺诈和内幕交易违反了证券法的“三公”原则，对股东的利益以及证券市场的秩序损害非常大，因而各国证券法都将其列为防范和打击的重点对象，同时还赋予了受害者以损害赔偿权。

我国《证券法》第73条就明确禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。我国《证券法》规定内幕信息的知情人包括：作为发行人的董事、监事、高级管理人员；持有公司5%以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员；发行人控股的公司及其董事、监事、高级管理人员；由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员；证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员；保荐人、承销的证券公司、证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员；以及国务院证券监督管理机构规定的其他人。而内幕信息就是指证券交易活动中涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息，其中就包括了上市公司收购的有关方案。除了以列举加概括的方式表述了内幕信息知情人以及内幕信息以外，我国《证券法》还详细列举了内幕交易的各种表现形式，这些规定都在很大程度上起到了规制内幕交易的作用。

而欺诈的常见表现之一就是利用并购重组来逃避债务，对此，我国《上市公司收购管理办法》作出了规定，上市公司控股股东和其他实际控制人在转让其对一个上市公司的实际控制权的时候，如果存在未清偿对上市公司的债务、未解除上市公司为其提供的担保或者其他损害上市公司利益的情形的，那么其必须提出切实可行的解决措施。很显然，这在目前大股东纷纷占用上市公司资金或财物的情况下具有重要的现实意义，对于被并购企业的中小股东而言，其可以根据并购企业提出的切实可行的解决方案做出比较合理的抉择，故而可以实现对自身权益的保护。

（五）强制购买剩余股票

所谓强制购买剩余股票制度，是指当收购要约的期限届满以后，收购要约人持有的股票达到目标公司的绝对优势比例时（一般为90%），或者目标上市公司因股权分布不符合上市条件而被证券交易所依法终止上市交易时，目标公司其余股东有权向收购要约人以同等的条件强制出售其股票。例如我国《证券法》第97条第1款就作了相关规定："收购期限届满，被收购公司股权分布不符合上市条件的，该上市公司的股票应当由证券交易所依法终止上市交易；其余仍持有被收购公司股票的股东，有权向收购人以收购要约的同等条件出售其股票，收购人应当收购。"这一规定赋予了中小股东最后的选择机会，由此显示了法律的公平，有效的保护了中小股东的利益。

（六）企业经营者的信托义务

现代股份公司的一个重要特征就是企业所有权与经营权相分离。特别是上市公司，其股权一般都分布得很分散，大多数股东都并不直接参与公司的具体经营和管理，而是通过股东大会选举出公司董事组成董事会，然后由董事会对内管理公司事务，对外以公司名义进行活动。而公司的日常经营管理权由董事会授权经理享有。由此可见，董事和经理作为公司的管理者和经营者，对于企业的股东而言负有信托义务，其存在的目的和价值应该就是通过合法经营股东所投入的资金，实现公司和股东利益的最大化。企业经营者对于股东的这种信托义务在企业并购中具有非常重要的意义。这是因为在企业并购过程中，企业的经营者和股东之间的利益冲突比任何时候都表现得更为剧烈，经营者在自身利益与股东利益发生冲突的情况下，往往会牺牲股东利益来换取其自身的利益。所以，对企业经营者苛以信托义务，可以在很大程度上确保经营者忠于股东的利益，进而实现对被并购企业中小股东合法权益的保护。①

我国《上市公司收购管理办法》第8条对经营者的信托义务做出了

---

① 吴国萍、周世中：《企业并购与并购法》，山东人民出版社，2003年版，第219页。

规定，即“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。”在法律责任方面该法则规定，如果上市公司董事未履行忠实和勤勉义务，利用收购谋取不当利益的，中国证监会将会采取监管谈话、出具警示函等监管措施，并可以将该董事认定为不适当人选。这对于敦促企业经营者认真地履行其对公司股东的信托义务起到了积极的作用，因而在很大程度上可以起到保护中小股东合法权益的作用。

（七）反并购措施的限制适用

由前所述可知，上市公司收购立法的宗旨之一就是为了使目标公司股东的合法权益得到有效的保护，并以此来维持证券市场的稳定和发展。企业并购作为产权交易的一种重要形式，表面上是股权的转移，而实质上大多表现为目标公司控制权的争夺。一般来说，并购行为直接危及的是目标企业经营者的地位和利益，因而企业经营者往往采取相应的反并购措施，以期挫败实施并购的企业。其实企业并购并非一概都对目标企业不利，如果并购企业提出的价格合理，新经营者又具有更高经营管理水平或更好的管理经验，那么并购本身对目标公司就可能是有利的。但是对于这种并购，如果目标企业的经营者从自身私利出发，很可能会采取反并购措施，这必将会损害中小股东的利益，违背公司的经营宗旨。另外，目标企业的经营者所采取的反并购措施在效果上往往也会对目标企业的股东或企业本身的利益产生负面影响。因此，各国法律均对目标企业的反并购行为作了严格的或适当的限制，并且把采取反并购措施的权利赋予股东大会，以切实保护被并购企业股东的利益。

第五节　企业并购与金融债权的保护问题

债权人是指向企业提供资金，并在一定期限内要求企业还本付息的利益关系人。就企业并购对债权人的影响来看，一方面，企业并购之后可以实现规模壮大、竞争力增强、经营多元化等，这都是符合债权人利益的，同时，在企业在并购过程中，通常会进行债务重组，通过优化债务结构为实现企业的再度发展创造条件，这也有利于对债权人利益的保障；但是另一方面，企业并购也可能会导致企业所面临的风险增大，而且并购还可能意味着企业的法人地位和法人资格会发生变化，还有部分企业甚至会借并购之机，采取种种不规范方式逃、避、废债务，使包括银行在内的债权人利益受到严重的损害，这些是企业并购对债权人利益的负面影响。因此，债权人对企业的并购决策往往处于两难困境。

从实践中来看，在企业并购过程中，无论是并购企业的债权人，还是被并购企业的债权人，往往都处于弱势地位，其利益因企业并购而遭致损害的情况也屡见不鲜。因此，构建债权人利益优先的理念，通过完善法律制度来保护并购中的债权人利益就显得非常重要。

一、企业并购中存在的损害债权人利益的表现

（一）对破产企业的并购——利用破产收购方式逃避金融债务

虽然企业并购和企业破产都是调整资产存量结构的有效手段，但是两者相比较而言，企业并购不仅能使亏损企业得到重生，而且也能使实施并购的优势企业以低成本方式迅速进行扩张，其不但有利于解决银行的不良债务问题，还有利于解决职工的安置问题和维护社会的稳定。可以说，以企业并购代替企业破产，是一种成本比较低且有利于妥善解决很多问题的选择。

然而在实践中，却出现了很多企业利用破产收购方式逃避金融债务的现象。即先由目标企业向法院申请破产，待该企业进行破产宣告以后，并购企业再通过低价买进目标企业的资产而实现对被并购企业的兼并收购。通过这种方式，从并购企业的角度来看，其可以比较低的成本实施收购，又不必承担被并购企业以前的债务；从被并购企业角度来看，其原来所负担的所有的债务因其破产宣告而只能在破产财产的范围内得到清偿。

（二）关联企业之间以资产收购方式逃避金融债务

在企业并购过程中，目标企业往往会在不征得其债权人同意的情况下，就通过关联企业之间的交易将企业的主要资产等转让，这种做法会在很大程度上损害企业债权人的利益。虽然财政部于2001年12月21日发布了《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》，该规定以换出资产的账面价值为入账的基础，规定只对发生补价的非货币性交易确定收益，并且收益的大小不超过补价金额，大大压缩了企业包装利润的空间，但是由于我国缺少对无形资产价值评估的程序和方法的统一规定，以及股权转让过程中定价方式的随意性等很多问题都没有解决，这些都说明仅仅靠该规定并不能最大程度地防止关联企业之间以资产收购方式逃避金融债务情况的发生。

（三）变相迫使债权人接受“债转股”

实践中一些地方政府为了发展其本地的经济，使本地的企业摆脱困境扭亏为盈，可能会通过企业并购的方式，利用其行政权力，变相迫使企业债权人在违背自己真实意愿的情况下接受“债转股”，即将其对原企业的债权转为股权，借此以抵销双方之间的债权债务关系。其实在很多情况下，债权人并不想拥有那些经营状况不佳的企业的股权，因而这种强迫“债转股”的方式也会在很大程度上损害企业债权人的利益。

二、原因分析——债权人处于弱势地位

为什么企业债权人的利益容易在企业并购过程中受到损害呢？很显

然，这是由债权人相对于并购的企业双方处于弱势地位决定的。具体而言，企业并购中债权人的弱势地位体现在以下几个方面：

第一，从外在因素来看，目前我国法律对债权人权利所给予的保护不够充分。依照《公司法》的规定，公司的董事、监事代表的是股东的利益，因而排除了债权人作为一个独立的利益群体在公司正常经营条件下参加公司治理的法律途径。另外，有不少有关债权人保护的规定都因过于原则性而缺乏可操作性。

第二，企业和债权人之间的信息不对称是导致债权人处于弱势地位的深层原因。信息不对称是指由于信息分布不均衡，具有利益关系的人之间就某些信息的掌握往往是不对等的，故而就存在着信息优势和劣势的差别。就企业并购而言，无论是并购企业还是被并购企业，其基于处理自身事务的便利自然掌握着大量与并购有关的信息，但是企业债权人却缺乏对参与并购的企业以及收购方案的充分信息，更谈不上了解并购之后企业的整合及发展计划的充分信息，因而，债权人也就无法参与到企业的并购决策之中来。这种信息上的不对称性自然会导致债权人处于弱势地位。

第三，社会整体诚信机制不健全是导致债权人处于弱势地位的根本性原因。例如实践中，有不少企业都存在财务报表作假的现象，这种违反信息披露的现象还有很多，而其他欺诈、逃避债务的不诚信现象也屡见不鲜；另外由于企业产权不清晰、政企未能分开而导致政府也可能存在纵容的情况。由此可见，这种社会整体诚信机制的不健全必然会在很大程度上损害债权人的利益。

三、对企业并购中债权人利益的保护

（一）切实执行《公司法》等法律法规中有关债权人保护的规定

1. 一般保护性规定

《公司法》第1条就规定了“为了规范公司的组织和行为，保护公

司、股东和债权人的合法权益，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济的发展，制定本法。”由此可见，《公司法》的立法宗旨之一是为了实现对债权人合法权益的保护。另外，我国《公司法》采取的是法定资本制度，包括资本确定、资本维持、资本不变三个原则，其要求公司在成立时注册资本不得低于法律规定的最低限额，而且应在成立时认定、缴足，还要求非经法定程序不得改变公司的资本总额。

除了《公司法》的规定外，《合同法》也规定了对债权人的一般性保护，如其规定了债权人享有在债务人怠于行使其到期债权而对债权人造成损害时，债权人可代位行使公司对次债务人的债权而优先得到受偿，也即享有代位求偿权；在债务人公司不当减少其财产对债权人造成损害时，债权人可以行使撤销权。另外，债权人在其合法利益受到不法侵犯时，还可根据侵权损害赔偿的规定而要求侵权行为人对其进行民事赔偿。

2. 公示制度等方面的专门保护性规定

公示制度的目的是为了让交易中的债权人能够比较准确、全面、清楚地了解企业相关的信息，以便作出正确的决策，防患于未然。公司事务性公开通常包括以下几个方面：在政府公报中对公司的重要事项予以官方通告；公司某些信息在公司注册登记机关予以注册登记；公布公司的财务状况；上市公司信息披露制度等。

《公司法》中有关企业并购中的债权人利益保护的专门性规定包括公司合并和公司分立两方面：“公司合并，应当由合并各方签订合并协议，并编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出合并决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。公司合并时，合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继。”“公司分立，其财产作相应的分割。公司分立，应当编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出分立决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。公司分立前的债务由分立后的公司承担连带责任。但是，公司在分立前

与债权人就债务清偿达成的书面协议另有约定的除外。”

《最高人民法院关于当前人民法院审理企业破产案件应当注意的几个问题的通知》中也就破产企业的债权人保护做出了专门性规定，例如其第6条指出：“人民法院审理企业破产案件，要注意防止债务人利用破产逃避债务。对于破产企业以逃避债务为目的从事的隐匿、私分或者无偿转让财产、压价出售财产、对未到期债务提前清偿及放弃债权等行为，应依法确认为无效，并追回财产。对于破产企业对外所享有的债权，要依法予以追回，纳入破产财产。”

（二）发挥银行的作用，实现对债权人利益的保护

银行是企业债权人中具有代表性的主体，而现实中有很多企业在并购过程中，通过转移或隐匿资产、逃避银行监督等不规范行为逃避银行债务，从而造成银行债权的流失。其实银行作为企业的主要债权人，是公司治理关系中的利益相关者，可以充分发挥银行特有的作用，实现在并购过程中对银行债权人利益的保护。

从我国实际来看，发挥银行的作用实现对债权人利益的保护，不仅是必要的，也是可行的。首先，由于银行掌握的信息比较充分、全面，具有控制和监督企业资金流的能力，因此银行的监督具有较高的效率；另外，银行具有比较丰富的人力资源和健全的组织管理体系，这些可以保证银行监督的质量。通过这种监督，可以使得银行及时掌握企业的经营信息，确保其贷款的安全，进而实现对债权人利益的保护。具体而言，银行可以从以下几个方面着手①：

第一，银行要转变观念，积极支持企业并购活动。有些银行由于担心企业借并购逃废金融债务，因而可能会对正常的企业并购活动持抵制态度。其实银行应该认识到企业并购是一种可以化企业危机为转机的有效途径。如果企业通过并购获得了重新发展的机遇，那么银行的信贷资产也就可以得到保全，这对于银行来说其实是有利的。

---

① 肖太福：《企业并购法律实务》，群众出版社，2005年版，第84－85页。

第二，银行要加强自我保护力度，及时掌握企业经营信息，并可以通过联合行动对恶意逃避金融债务的企业进行联合制裁，维护银行债权。目前，由于社会信用环境不佳，不少企业企图通过并购活动逃废债务，因而其一般不会主动通知银行。为此，银行应当建立起一套监督体系，密切关注所贷企业的经营信息，尤其是在企业经营困难时更要密切关注企业的经营动向。一旦发现企业有逃避金融债务的可能时，要及时予以制止。另外，过去银行基本都是采取独自行动来追讨金融债务，这种模式应该予以改革，即通过采用各家银行联手制裁和打击某些企业逃避金融债务的行为的方式。例如，对于那些情况严重而又不予改正的企业，各家银行可以建立起一种通知机制，达到“违规一家，众家惩罚”的效果，联合起来不予重新开户，也不发放新的贷款，这样一来，可以对企图通过并购活动逃避金融债务的企业起到一定的威慑和警示作用。

第三，银行可以借助法律武器，依法维护金融债权。对于那些恶意逃避银行债务的行为，利用法律武器是一种有效手段。不过银行需要根据不同的情况，有针对性地采取仲裁、诉讼、财产保全、抵押登记、公证等手段，从而最大限度地实现对金融债权的保护。

（三）建立良好的社会信用机制

鉴于企业法人的人格独立原则，企业债权人是基于对企业而不是对股东个人的信任而与之交易。如果作为法人实体的公司能够依照法律的规定或者是债权债务双方当事人的约定履行自己的义务，那么公司自然是可以信赖的。然而公司债务总是有风险性的，任何公司都可能无法偿还它的债务。这里除了商业本身的风险外，道德风险也是存在的。由此可见，诚信对于维护债权人的利益而言是至关重要的。其实诚信不仅仅是道德的要求，更是法治理念的一种体现。将诚信原则落实到具体的法律制度，正是现代公司立法在保护债权人方面的创新体现，具体而言包含以下两方面：

1. 公司法人人格否认制度。公司法人人格否认又称“揭开法人面纱”，是指为了阻止公司独立法人人格的滥用，保护公司债权人的利益以及社会

公众利益，就具体法律关系中的特定事项而否认公司的独立法人人格和股东的有限责任，责令公司的股东对公司债权人或者社会公共利益直接承担无限责任，以期实现公平、正义的目标。否认公司法人人格只是在特定情况下的暂时否认而不是永久的否认。我国《公司法》中对该制度的规定主要体现在第 20 条，即"公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当依法承担赔偿责任。公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。"

公司的有限责任将股东的投资风险限制在其出资额范围内，并可能将其中一部分风险转嫁给公司外部的债权人，从某种意义上讲，这使得股东享有的权利与承担的风险失去均衡。而在社会整体信用机制不健全的情况下，有不少企业都会借用公司独立法人的外壳来欺骗交易相对人，常常以公司承担有限责任为借口来逃避债务。在这种情况下，通过公司法人人格否认制度，债权人可以享有请求司法机关否认公司的独立人格、责令出资人对公司债务承担无限连带责任的权利，如此一来便可以在很大程度上实现对债权人权利的保护。从另一个角度来看，公司法人人格否认制度正是诚信原则在公司立法中的具体体现。

2. 债权人有限介入公司治理制度。传统公司法认为债权人与公司之间是外部关系，因而其无权干预公司的内部事务。但为了更主动地保护债权人利益，新公司法开始允许债权人有限的介入公司治理，并且参与制定相应的债权保护制度。有鉴于此，公司债权人会议制度便应运而生了。公司债权人会议制度是指公司债权人组成债权人会议，对与债权人利益有关的事项进行表决，经法院认可后发生法律效力的制度。这一制度将有利于防止企业因经营管理不善造成财产状况恶化，或者是恶意逃避债务损害债权人利益等情形的发生。

我国《企业破产法》第 7 章对债权人会议制度进行了比较详细的规

定，其中第 61 条规定了债权人会议的职权，包括核查债权、监督管理人、通过重整计划等。另外，《最高人民法院关于当前人民法院审理企业破产案件应当注意的几个问题的通知》中也就债权人会议制度作了相关的规定。通过债权人有限介入公司治理的方式，可以在一定程度上起到监督和利益平衡的作用，对社会信用机制的建立可以起到积极的作用。